

Flassbeck, Heiner; Tomann, Horst

Article — Digitized Version

Unternehmensfinanzierung im Strukturwandel

Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung

Provided in Cooperation with:

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

Suggested Citation: Flassbeck, Heiner; Tomann, Horst (1990) : Unternehmensfinanzierung im Strukturwandel, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, ISSN 0340-1707, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 59, Iss. 1, pp. 28-48

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/140987>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Unternehmensfinanzierung im Strukturwandel*

von Heiner Flassbeck und Horst Tomann¹

1. Einleitung

Im Zuge der wachstums- und beschäftigungspolitischen Diskussion in der Bundesrepublik wurde die Investitionsschwäche in den achtziger Jahren vielfach auf eine unzureichende Eigenkapitalausstattung der Unternehmen zurückgeführt. Der längerfristig sinkende Trend der Eigenmittelquoten der Unternehmen wurde als eine „Eigenkapitallücke“ interpretiert, als Indiz für einen dauerhaften Mangel an risikotragendem Kapital. Diese Debatte wurde vor allem auf folgende Argumente gestützt (vgl. hierzu beispielsweise Sachverständigenrat, Jahresgutachten 1984/85 sowie die Analysen der Bundesbank):

- In einer Phase der Wachstumsschwäche bestehe ein erhöhter Bedarf der Unternehmen an Eigenkapital, weil das Investieren risikoreicher geworden sei. Nicht nur riskante Investitionsprojekte in innovativen Unternehmen, sondern auch Erweiterungsinvestitionen setzten zusätzliches Eigenkapital voraus.
- Eine schmale Eigenkapitalbasis lasse die Unternehmen anfälliger für Störungen von außen werden. Der Leverage-Effekt führe in diesem Fall zu einer Auszehrung der Unternehmenssubstanz.
- Eine geringe Ausstattung mit Eigenkapital erhöhe die Kosten der Kapitalbeschaffung sowie die Kreditkosten und bewirke gegebenenfalls eine Kreditrationierung.

Entsprechend wurde eine Verbesserung der Eigenkapitalausstattung der Unternehmen als Zielgröße einer angebotsorientierten Wirtschaftspolitik angesehen. So bezeichnet die Bundesbank in ihrer Untersuchung von 1988 den Anstieg der Eigenmittelquote der deutschen Unternehmen im Jahre 1986 (erstmalig seit 1967 hatte sich die Quote leicht erhöht) als eine wichtige Konsolidierungsmaßnahme der deutschen Unternehmen, die erforderlich war, um „die Grundlage ihrer Investitionsfähigkeit wieder herzustellen“.

Diese Einschätzung seitens der Bundesbank kann nicht überzeugen. Bereits seit 1982 weisen die Indikatoren der Entwicklung der Unternehmensgewinne nach oben. So hat sich die vom Sachverständigenrat berechnete Gewinn-Erlös-Relation seither um mehr als drei Prozentpunkte verbessert und inzwischen wieder ein Niveau

erreicht, das dem Boom 1969/70 entspricht. Die Unternehmen hätten also einen Konsolidierungsbedarf hinsichtlich ihrer Finanzierungsstruktur früher und extensiver decken können. Hinzu kommt, daß der Anstieg der Eigenmittelquoten weder dramatisch war, noch sich fortgesetzt hat, was die jüngsten Analysen der Bundesbank belegen. In ihrem Monatsbericht vom November 1989 erwartet die Bundesbank nach ersten Schätzungen eine vertikale Eigenkapitalquote für das Jahr 1988 von 19 vH, also den gleichen Wert wie 1986. Für die Investitionskonjunktur in den vergangenen Jahren war also eine hohe Eigenmittelquote keineswegs konstitutiv. Gerade das Finanzierungsverhalten der Unternehmen im gegenwärtigen Aufschwung bestätigt, daß die Vorstellung von einer „Eigenkapitallücke“, die letztlich auf das Konzept eines Spar-Investitions-Mechanismus zurückgeht, nicht befriedigen kann. Es muß daher nach anderen Erklärungen für den Wandel der Unternehmensfinanzierung gesucht werden.

Der folgende Beitrag greift diese Diskussion auf und geht zunächst der Frage nach, was sich hinter der Vorstellung von einer „Eigenkapitallücke“ verbirgt. Dann werden Hypothesen zur Veränderung der Finanzierungsstruktur der Unternehmen formuliert, die nicht auf das Postulat eines dauerhaften Mangels an Risikokapital zurückgreifen müssen und daher aus einer theoretischen Perspektive befriedigender sind. Schließlich wird das empirische Material zur Finanzierungsstruktur der deutschen Unternehmen daraufhin untersucht, wie weit ein Mangel an Risikokapital empirisch evident ist. Wirtschaftspolitische Folgerungen aus diesem Befund schließen den Beitrag ab.

2. Was ist eine Eigenkapitallücke?

Die vielfach vorgenommene Gleichsetzung von Eigenkapital und Risikokapital zielt offenbar auf den theoretischen Kern des Problems. Die zentralen Fragen sind, welches Risiko eines Unternehmens das Eigenkapital ab-

* Die Verfasser danken Jürgen Müller, DIW, für wertvolle Anregungen.

¹ Prof. Dr. Horst Tomann, Institut für Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsgeschichte an der FU Berlin.

decken kann oder muß und ob sich das abzudeckende Risiko im Zeitablauf infolge von Strukturwandel ändern kann.

Risiko eines Unternehmens bedeutet im allgemeinsten Fall die Gefahr einer Inkongruenz von Einnahme- und Ausgabeströmen derart, daß die Ausgabe- die Einnahmeströme ungeplant und länger, als es im normalen Geschäftsablauf üblich ist, überschreiten. Das ist das unmittelbar mit dem Sachkapital verbundene *leistungswirtschaftliche* Risiko². Eine höhere Eigenkapitalquote mindert die Gefahr des Umschlagens von Einnahme- in Ausgabeüberschüsse unmittelbar, da sich die Ausgabeströme zur Bedienung des Eigenkapitals an die Geschäftssituation (residual) anpassen, während die Ausgabeströme zur Bedienung von Fremdkapital unverändert bleiben. Andererseits wird im Fall von Einnahmeüberschüssen der Überschuß für den Betrieb durch mehr Eigenkapital vermindert, weil die Ausgabeströme für Eigenkapital mit der Verbesserung der Geschäftssituation steigen.

Bei einer erwarteten Gesamtkapitalrentabilität, die den Fremdkapitalzins übersteigt, kann also der Ertrag des unternehmerischen Eigenkapitals — ausgedrückt in Geldeinheiten — dadurch erhöht (hochgehebelt) werden, daß möglichst viel Fremdkapital eingesetzt wird und vice versa. Dieser sogenannte Leverage-Effekt ist aber nur eindeutig definiert bei gegebenem „leistungswirtschaftlichem Risiko“, d.h. bei gegebener Gesamtkapitalrentabilität, und bringt nur dann einen zusätzlichen Gewinn oder Verlust, wenn Risikoaspekte vernachlässigt werden. Sobald eine Gleichverteilung der Wahrscheinlichkeit von Gewinn und Verlust aufgrund der Transaktionen auf der Aktivseite der Bilanz gegeben ist, kann durch den Leverage-Effekt der Erwartungswert des Eigenkapitalertrages nicht mehr erhöht werden, da der höheren Gewinnchance bei geringerem Eigenkapitalanteil ein entsprechend höheres Verlustrisiko gegenübersteht. Nur für risikofreudige Anleger ist ein höher verschuldetes Unternehmen dann noch von besonderem Interesse, da der (mit einer bestimmten Eintrittswahrscheinlichkeit versehene) Fall von Einnahmeüberschüssen mit relativ hohen Gewinnen pro Einheit Eigenkapital verbunden ist.

Umgekehrt gilt aber auch, daß geringer verschuldete Unternehmen a priori kein geringeres leistungswirtschaftliches Verlustrisiko aufweisen. Sie sind für risikoscheue Anleger besonders attraktiv, weil das eventuelle Umschlagen von Einnahme- in Ausgabeüberschüsse nur mit relativ niedrigen Verlusten pro Einheit Eigenkapital verbunden ist.

Nun wird man davon ausgehen müssen, daß es in einer Volkswirtschaft sowohl sehr unterschiedliche Risikopräferenzen der Kapitalanleger als auch sehr unterschiedlich riskante Anlagen (vom Lottospiel bis zur Staatsanleihe) geben wird. Das sogenannte Eigenkapitalproblem oder die Eigenkapitalücke läuft daher auf die Frage hinaus, inwiefern es gerechtfertigt sein kann, eine bestimmte Kapi-

talanlage (den Anteil an Produktionsunternehmen) als „zu riskant“ zu bezeichnen bzw. einen „Mangel an solchem Risikokapital“ zu beklagen. Offensichtlich hat doch jeder Anleger die Möglichkeit, sein Portefeuille so zu mischen, daß die sich ergebende Risikostruktur genau seiner Risikopräferenz entspricht. Wenn etwa Anlagen in Unternehmen riskanter werden, kann er mehr risikoärmere Staatstitel des In- und Auslandes kaufen und damit sein Risiko konstant halten. Gesamtwirtschaftlich muß sich ein solches Verhalten in Preisveränderungen für diese Titel niederschlagen, die schließlich tendenziell für ein Preisverhältnis sorgen, das den unterschiedlichen Risikograden und der jeweiligen Risikopräferenz der Anleger insgesamt entspricht. Der gleiche Effekt muß sich innerhalb des Unternehmens zeigen: Unter der Annahme, daß das leistungswirtschaftliche Risiko (das Risiko der Aktivseite der Bilanz) nicht von der Kapitalstruktur (der Passivseite der Bilanz) abhängt, haben Modigliani und Miller 1958 gezeigt, daß die Kapitalkosten eines Unternehmens unabhängig von seiner Finanzierungsstruktur sind. Mit anderen Worten, in einem marktwirtschaftlichen System kann der Ertrag einer Investition oder eines Unternehmens, das durch Eigenkapital und Fremdkapital finanziert ist, nicht vom gewogenen Durchschnitt der Erträge der beiden Finanzierungsformen abweichen, zu welchen Teilen (Quoten) diese auch immer repräsentiert sein mögen, denn jede Abweichung von diesem Gleichgewicht eröffnet risikolose Arbitragemöglichkeiten. Das ist marktwirtschaftliche Fundamentallöge³.

Ein Mengenproblem kann es demzufolge am Kapitalmarkt nicht geben. Die Kapitalstruktur ist sowohl für die Bewertung eines Unternehmens wie für die Bewertung einer Investition irrelevant. „Risikokapital“ ist keine operationale Definition, weil dabei sowohl das spezifische Risiko einer Investition (das leistungswirtschaftliche Risiko) als auch das daraus abgeleitete Kapitalstrukturrisiko und die Risikopräferenz der Anleger verbunden werden muß mit den Preisen, die sich aus diesen Determinanten am Kapitalmarkt für eine Einheit Kapital ergeben. Mit anderen Worten: Wenn etwa das Risiko einer Anlage in Unternehmen hoch und für die durchschnittliche Präferenz zu hoch eingeschätzt wird (z.B. im konjunkturellen Abschwung), dann müssen die Erträge (Zinsen) der sichereren Alternativenanlagen so stark sinken, daß es zu einem Ausgleich der Attraktivität der riskanten und sicheren Anlagen kommt.

Man mag einwenden, daß diese — Modigliani/Miller folgenden — Überlegungen theoretisch valide sein mögen, nicht aber den Verhältnissen der Praxis entsprechen. Das ist richtig. In Wirklichkeit werden verzögerte Anpas-

² Das ist der Ausdruck von Schneider (1986), der hier weiterhin benutzt werden soll zur Charakterisierung des Risikos, das sich aufgrund der Inkongruenz der Einzahlungs- und Auszahlungsströme der Aktivseite der Bilanzen ergibt.

³ Vgl. auch Flassbeck/Koll (1983).

sungen zu beobachten sein, weil die Märkte unvollkommen in dem Sinne sind, daß sie nicht unmittelbar über die Informationen verfügen können, die ein vollständiger Marktausgleich verlangen würde. Doch was folgt daraus für die Aussage, zwischen 1965 und 1980 sei eine „Eigenkapitallücke“ entstanden? Oder anders gefragt, welche Rechtfertigung gibt es für die Aussage, „Mangel an Eigenkapital oder Risikokapital“ behindere die Investitionsfähigkeit und erhöhe die Insolvenzanfälligkeit?

Da das leistungswirtschaftliche Risiko unabhängig von der Kapitalstruktur ist, steigt bei einer angenommenen Gesamtkapitalrentabilität, die den Fremdkapitalzins übersteigt, das leistungswirtschaftliche Risiko einer Unternehmung nicht, wenn sich der Eigenkapitalanteil vermindert, denn immer sind die Erträge groß genug, um alle Zahlungsansprüche aus Verschuldung zu erfüllen. Doch die zentrale Hypothese: „Sinkender Verschuldungsgrad mindert das Insolvenzrisiko“, meint vermutlich etwas anderes. Definiert man, wie Schneider, Insolvenzrisiko allgemein als die Gefahr, Zahlungsansprüche aus Verschuldung nicht erfüllen zu können, kann die Hypothese nur meinen, daß sich die Gesamtkapitalrentabilität oder der Fremdkapitalzins ändern und die Art der Auswirkungen dieser Änderungen vom jeweiligen Niveau der Eigenkapitalquote abhängig ist.

Wenn etwa die Gesamtkapitalrentabilität im Zeitablauf konstant bleibt, der Fremdkapitalzins aber zyklischen Schwankungen unterliegt, dann wird ein höherer Anteil an Fremdkapital dazu führen, daß die Schwankungsbreite der Erträge des Eigenkapitals sowie die Zahl der Fälle, in denen ein Einnahmeüberschuß in einen Ausgabeüberschuß umschlägt und umgekehrt, größer werden. Das heißt, geringere Eigenkapitalquote bedeutet stärkere Gewinn- und Investitionsschwankungen und stärkere Veränderungen des Saldos aus Unternehmensgründungen und Unternehmensinsolvenzen. Das gleiche gilt bei festen Zinsen und schwankender Rentabilität. Wenn also die Unternehmen den Leverage-Effekt bewußt einsetzen, steigt zwar das Insolvenzrisiko in bestimmten Zeiträumen (dem konjunkturellen Abschwung) stärker, es sinkt aber in gleichem Maße in anderen Zeiträumen (dem konjunkturellen Aufschwung) bzw. schlägt in eine Gründungswelle um. Ein trendmäßiger Anstieg der Insolvenzen oder ein säkularer Mangel an Investitionen ist damit allerdings nicht zu erklären. Die „Eigenkapitallücke“ ist zunächst nur zur Erklärung von Schwankungsbreiten geeignet.

Zuweilen entsteht jedoch der Eindruck, daß säkulare Investitionsschwäche (falls ein solches Phänomen überhaupt diagnostiziert werden kann) mit einer dauerhaften Veränderung der Entlohnung von Sachkapital auf der einen und von Finanzkapital auf der anderen Seite erklärt wird und daß die „Eigenkapitallücke“ nur als Indiz zur Untermauerung der Hypothese einer andauernden relativen Ertragsschwäche genommen wird. Nun ist eine über längere Phasen fallende Sachkapitalrendite keineswegs von vornherein ein Problembeleg. Es spricht theoretisch und

empirisch viel dafür, daß der Prozeß der Effizienzsteigerung der Produktion durch Kapitalintensivierung so verläuft, daß die Kapitalproduktivität im Trend abnimmt. Dem müßte dann ein trendmäßiger Rückgang⁴ der Rendite auf Sachkapital entsprechen. Dieser Rückgang wird erst gesamtwirtschaftlich zum Problem, wenn er nicht begleitet wird von einem Rückgang der Rendite von Finanzanlagen (der Zinsen). Eine solche Angleichung der Renditen ist zwar aufgrund der Preisausgleichstendenz der Märkte in „normalen“ Zeiten wirtschaftlicher Entwicklung zu erwarten, kann aber infolge gesamtwirtschaftlicher Eingriffe wie etwa einer ausgeprägten und immer wieder langen Phase der die Konjunktur beeinflussenden Anti-Inflationspolitik der Notenbanken auftreten. Dagegen aber, und das ist der springende Punkt, hilft keine noch so hohe Eigenkapitalquote.

Das aus dem Leverage-Effekt abgeleitete Modell einer stärkeren Schwankungsbreite der Erträge des Eigenkapitals im Konjunkturverlauf ist nur deswegen realistisch, weil die (risikofreudigen) Anleger in Eigenkapitalassets damit rechnen, daß Verlustphasen, in denen der Fremdkapitalzins über der Gesamtkapitalrentabilität liegt, nur vorübergehende Erscheinungen sind und alsbald von einer neuen Gewinnphase mit umgekehrten Vorzeichen der Renditen abgelöst wird. Im Modell eines vollkommenen Marktes würde diese Differenz der Preise für die konkurrierenden Anlagen keinen Bestand haben, sondern sofort durch Umschichtungen in den Portefeuilles beseitigt werden. Weil es aber in der Realität Friktionen im Anpassungsprozeß gibt, spielt der Eigenkapitalanteil — anders als im Modigliani/Miller-Modell — eine gewisse Rolle.

Die Argumentation mit der „Eigenkapitallücke“ wird aber irrational, wenn sie nicht nur auf dem temporären Beharrungsvermögen der Eigenkapitalbesitzer im Abschwung fußt, sondern Mangel an Eigenkapital mit langfristiger Ertragsschwäche oder der „Auszehrung der Unternehmen“ (H. Albach) erklärt. In diesem Fall würde auch eine hundertprozentige Finanzierung der Unternehmen mit Eigenkapital nicht helfen, denn es müßten alle Anleger in Eigenkapital offensichtlich irrational handeln, wenn sie ihr Geld in den Unternehmen beließen anstatt die höher verzinslichen Finanztitel zu kaufen. Ein Unternehmen mit einer Eigenkapitalquote von 100 vH und der Bereitschaft der Kapitaleigner, auch hohe Verluste je eingesetzte Kapitaleinheit hinzunehmen, wird zwar weniger schnell insolvent als ein verschuldetes Unternehmen, aber es produziert natürlich gewaltige Kapitalverluste, wenn bessere Anlagen nicht genutzt, die Opportunitätskosten der gewählten Anlage also nicht gesehen werden⁵. Für die gesamtwirtschaftliche Beurteilung

⁴ Wie schnell die Anpassung der Rendite an die Produktivitätsentwicklung erfolgt, ist auch hier eine Frage der Wettbewerbsintensität und damit der Flexibilität der Preise.

⁵ Es ist erstaunlich, daß Schneider (1986) diesen Punkt nicht erkennt und sich daher mit seiner Argumentation gegen die Insolvenzhypothese sehr schwer tut.

lung ist es kein Unterschied; ob Kapital unwirtschaftlich eingesetzt oder durch Insolvenz dem Produktionsprozeß rasch entzogen wird.

Aus diesen theoretischen Überlegungen folgt also keineswegs, daß man unter realistischen Bedingungen der Unsicherheit und unvollkommener Märkte davon ausgehen kann, die Gesamtzahl der Unternehmen komme auch vollkommen ohne Eigenkapital aus, worauf Schneider zu Recht hinweist⁶. Es folgt selbstverständlich auch nicht, daß eine besonders hohe Eigenkapitalquote als besonders wertvoll anzusehen ist. Also hat doch die Suche nach der optimalen Quote eine Berechtigung? Im Prinzip ja, aber da die Unternehmen unter sich wandelnden Umweltzuständen handeln und selbst diese Umweltzustände beeinflussen, kann es keine feststehende und damit vom außenstehenden Beobachter ohne weiteres identifizierbare Quote geben, sondern die Quote ist Reflex der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte, dem spezifischen Risiko der Sachanlagen, dem zu erwartenden Risiko der Veränderung des Fremdkapitalzinses und vieler anderer institutioneller Rahmenbedingungen sowie der Kostenminimierungsstrategie der Unternehmen und der damit verbundenen Innovationen selbst.

Aus diesen Überlegungen folgt immerhin eindeutig, daß ohne weitere Qualifikation hinsichtlich der Bedingungen des Kapitalmarktes eine Aussage wie die, die Eigenkapitalquote sei in einem Zeitraum von 20 Jahren von 30 vH auf 20 vH gesunken, absolut belanglos ist. Wenn die Basis marktwirtschaftlicher Rationalität nicht verlassen werden soll, kann aus einem solchen Rückgang a priori in keiner Weise auf einen langfristigen pathologischen Befund geschlossen werden.

3. Hypothesen zur Änderung der Finanzierungsstruktur

Die vorgeführten Überlegungen haben deutlich gemacht, daß es für ein einzelnes Unternehmen eine „Eigenkapitallücke“ geben kann, die seine Investitionsfähigkeit begrenzt und die Insolvenzanfälligkeit erhöht, daß aber die These, die gesamte Volkswirtschaft hätte über längere Zeit eine „falsche“ Kapitalstruktur gehabt, verworfen werden muß. Im folgenden werden Hypothesen vorgestellt, die den fallenden Trend der Eigenmittelquote der deutschen Unternehmen als einen Reflex auf veränderte Verhaltensweisen, einen veränderten wirtschaftspolitischen Rahmen und veränderte monetäre Bedingungen erklären. Anders als die Vorstellung, die veränderten Finanzierungsstrukturen seien Ausdruck eines dauerhaften Mangels an Risikokapital und damit eines dauerhaften Ungleichgewichts auf den Kapitalmärkten, stehen diese Hypothesen nicht im Widerspruch zur Markttheorie.

In einer sehr langfristigen Perspektive ist ein Rückgang der Eigenmittelquote Ausdruck der Entwicklung ausdifferenzierter Finanzmärkte. Die Funktion des Finanzsystems

ist es, im Prozeß der ökonomischen Entwicklung Liquidität zur Verfügung zu stellen und damit die Liquiditätsbeschränkung der Investoren, der diese unterworfen sind, wenn sie nur eigene Mittel einsetzen, aufzuheben. Funktionsfähige Finanzmärkte erweitern also den Wachstumsraum einer Volkswirtschaft. Zugleich wird sichtbar, daß die Finanzierungsstruktur im Prozeß der ökonomischen Entwicklung Einfluß auf das Investitionsvolumen hat (Mooslechner).

Mit dem langfristigen Trend veränderter Finanzierungsstrukturen ändern sich auch die Formen der Risikoteilung. So hat die Institution der Kapitalgesellschaft es ermöglicht, daß Kapitalgeber ihre Risiken streuen können, so daß die Unternehmensleitungen einen Anreiz haben, sich bei ihrer Investitionspolitik tendenziell risikoneutral zu verhalten. Das Poolen von Risiken bei den Anteilseignern begünstigt die Verminderung des Eigenkapitaleinsatzes, bringt aber zugleich — bei gegebenem leistungswirtschaftlichen Risiko — die Fremdkapitalgeber stärker ins Obligo. Damit entsteht ein spezifischer Kontrollbedarf seitens der Fremdkapitalgeber. Hinzu kommt das Problem des „moral hazard“. Für einen Kapitalgeber ist nicht immer ersichtlich, ob ein Verlust die Folge exogener Risiken oder fehlerhafter Managemententscheidungen ist. Sowohl für Anteilseigner als auch für Fremdkapitalgeber besteht daher ein Interesse, die Unternehmensleitungen am Risiko zu beteiligen. In diesem Spannungsfeld kann die Risikoteilung zwischen Anteilseignern, Kreditgebern und Unternehmensleitung durch „implizite Verträge“ geregelt werden, die einen gewissen Vertrauensschutz gewähren. Die gegenseitigen Verpflichtungen können aber auch explizit vertraglich festgehalten werden. Dann bedarf es aber Mechanismen, die langfristig die Einhaltung der Verträge sicherstellen. Große Kapitalgesellschaften, deren Eigenkapital weit gestreut angelegt ist („Publikumsgesellschaften“), haben in der Bundesrepublik gegenüber ihren Anteilseignern den ersten Weg gewählt und betreiben eine Politik konstanter Gewinnausschüttung. Damit kann sich das Management auch der Kontrolle durch die Anteilseigner weitgehend entziehen. Die Risikoteilung zwischen den Fremdkapitalgebern und den Unternehmensleitungen wird dagegen in viel stärkerem Maße explizit vertraglich geregelt und durch langfristige Geschäftsbeziehungen gesichert. Es ist typisch für deutsche Kapitalgesellschaften, daß sie enge langfristige Bindungen zu ihren Kreditgebern (den „Hausbanken“) eingehen und diese in den Entscheidungsprozeß einbeziehen. Der Kontrollbedarf der Banken wird ferner durch personelle Verflechtungen gedeckt. Ähnlich wie in der Bundesrepublik unterhalten auch japanische Unternehmen eine sehr enge Beziehung zu den Banken (Mayer). Solche Verhaltensweisen bestimmen die Rolle des Eigenkapitals bei der Risikoallokation. Für die Finanzierung riskanter Investitionsprojekte ist also nicht so sehr entscheidend, ob eigene Mittel verfügbar sind, sondern

⁶ Schneider (1986), S. 12.

ob die Banken dem Projekt zustimmen und entsprechend langfristige Finanzierungsmittel bereitstellen. Der Rückgang der Eigenmittelquoten von Kapitalgesellschaften kann daher Folge einer engeren Beziehung der Unternehmensleitungen zu ihren Banken sein und braucht insofern nicht als Ursache für einen Investitionsattentismus zu stehen.

Besser im Einklang mit den veränderten Verhaltensweisen stehen Hypothesen, die die Veränderung der Finanzierungsstruktur in den beiden zurückliegenden Jahrzehnten als die Folge eines veränderten Investitionsverhaltens — bei unveränderter Risikobereitschaft — nehmen. So haben viele Kapitalgesellschaften das durchschnittliche Risiko ihres Investitionsbudgets während der Krise verringert, indem sie den Anteil relativ sicherer Finanzanlagen erhöhten, den Anteil der produktiven Anlagen verminderten. In diesem Fall kann auch der Anteil des Risikokapitals an den Finanzierungsmitteln sinken. Soweit Finanzanlagen in der Form von Beteiligungen erworben werden, ist ihr Risiko nicht unbedingt geringer als das Risiko von Investitionen im eigenen Unternehmen. Dennoch vermindert sich das Risiko des Investitionsbudgets, weil die Möglichkeiten des unternehmensinternen Risikoausgleichs zunehmen. Abgesehen von dem Problem, im Falle gegenseitiger Beteiligungen die notwendigen Eigenmittel zu ermitteln (siehe 4.), vermindert deshalb der Prozeß der Unternehmenskonzentration den Bedarf an Risikokapital. So gesehen, wäre der Rückgang der Eigenmittelquote eine Folge veränderter Marktstrukturen, ohne einen Kapitalmangel und ein Ungleichgewicht auf den Kapitalmärkten anzuzeigen.

Veränderte wirtschaftspolitische Bedingungen, deren Kern ist, den Staat stärker an unternehmerischen Risiken zu beteiligen, könnten ebenfalls zu dem beobachteten Rückgang der Eigenmittelquote beigetragen haben. Im Rahmen einer Wirtschaftspolitik zur Verbesserung der Angebotsbedingungen sind besonders kleinen und mittleren Unternehmen vielfältige Formen staatlicher Risikobeteiligung angeboten worden. Bei kleinen und mittleren Unternehmen spielt die Eigenfinanzierung von Investitionen aus verschiedenen Gründen eine größere Rolle als bei Großunternehmen. Zumal selbständige Unternehmer haben eine ausgeprägte Neigung, ihre Unabhängigkeit gegenüber den Banken zu bewahren. Vielfach ist ihnen der Zugang zum Kapitalmarkt auch nur im begrenzten Maße möglich. Schließlich können kleine und mittlere Unternehmen nicht wie Großunternehmen die Chancen eines internen Risikoausgleichs nutzen. Die Bereitstellung von staatlichem Risikokapital — insbesondere die Hilfen zur Existenzgründung und für die Einführung neuer Technologien — haben diesen Unternehmen, so ist die These, den Zugang zu den Kreditmärkten erheblich erleichtert. Der Rückgang der Eigenmittelquote wäre dann Reflex ihrer Investitionstätigkeit.

Schließlich haben veränderte monetäre Bedingungen die Finanzierungsstrukturen der Unternehmen beeinflusst.

Zwei Aspekte dürften in den beiden vergangenen Jahrzehnten von Bedeutung gewesen sein:

In der Inflationsphase während der siebziger Jahre mag eine Rolle gespielt haben, daß Investitionen in Produktivkapital keinen ausreichenden Inflationsschutz gewährten. Für ein Unternehmen steigen die Kosten der Eigenfinanzierung bei Inflation. Der Grund dafür ist, daß das Steuersystem mit historischen Kosten rechnet, so daß die inflatorische Komponente des Gewinns voll besteuert wird. Zu Wiederbeschaffungspreisen bewertet steigt deshalb die Steuerlast auf den (realen) Gewinn, was zu einem Substanzverzehr führen kann. Diesem Effekt einer „Scheingewinnbesteuerung“ kann sich ein Unternehmen aber durch vermehrte Fremdfinanzierung entziehen. Denn der Scheingewinnbesteuerung stehen dann Steuerersparnisse gegenüber, die darin liegen, daß die Schuldzinsen inflatorisch überhöht sind. Die Inflationskomponente im Schuldzins antizipiert gleichsam erwartete Preissteigerungsraten und schützt den Gläubiger vor einer realen Entwertung seiner Forderung. Auch dies läßt das Steuerrecht nicht gelten. Die Steuerersparnis des Schuldners bedeutet also gesamtwirtschaftlich, daß sich die entsprechende Steuerlast auf den Kreditgeber verschiebt. Der Fiskus verliert nur dann per Saldo an der Inflation, wenn der marginale Steuersatz des Kapitalgebers niedriger ist als der Steuersatz des kreditnehmenden Unternehmens.

In einer Studie über Investitionen und Besteuerung haben kürzlich Sievert und andere nachgewiesen, daß aus der Sicht eines Unternehmens der Steuervorteil aus dem Schuldzinsenabzug den Nachteil der Scheingewinnbesteuerung überwiegt. Diese Inflationseffekte mögen deshalb in den siebziger Jahren einen starken Anreiz auf Unternehmen ausgeübt haben, den Anteil der Eigenfinanzierung zu verringern.

Im Gegensatz dazu standen die monetären Bedingungen in den achtziger Jahren unter dem Zeichen der Inflationsbekämpfung. Trotz sinkender Preissteigerungsraten blieben die Kapitalmarktzinsen auf hohem Niveau. In einer solchen Phase geraten viele Unternehmen wegen hoher oder gar steigender Realzinsen unter Druck. Der Leverage-Effekt einer niedrigen Eigenmittelquote kann nun das Eigenkapital rasch aufzehren. In einer solchen Marktkonstellation mit hohen Insolvenzzraten steigen die Finanzierungskosten, da die Geldvermögensbesitzer eine hohe Liquiditätsprämie verlangen. Dies ist — wie Hahn gezeigt hat — eine typisch keynesianische Situation. Der Anstieg der Eigenmittelquote der Unternehmen seit 1985 muß in dieser Konstellation als ein Zeichen dafür gewertet werden, daß die Unsicherheit anhält. Typisch für eine Aufschwungsphase ist, daß optimistische Erwartungen die Oberhand gewinnen und das Finanzsystem expandiert, was in einem Rückgang der Eigenmittelquote zum Ausdruck kommt. Der Anstieg der Eigenmittelquote im vergangenen Aufschwung deutet daher eher auf Unterinvestition hin.

Die Veränderung der monetären Bedingungen während der vergangenen zwei Jahrzehnte erklärt vermutlich den größten Teil des Wandels der Finanzierungsstruktur der Unternehmen. Was kleine und mittlere Unternehmen betrifft, so kommt hinzu, daß sich der Zugang zu den Kapitalmärkten in der Bundesrepublik verbessert hat. Diese erhöhte Effizienz der Kapitalmärkte hat freilich ihren Preis: Die Häufigkeit von Insolvenzen, die üblicherweise in einem konjunkturellen Aufschwung zurückgeht, hat bis in die jüngste Vergangenheit nicht abgenommen.

4. Zum Problem des empirischen Befundes⁷

Die empirische Analyse des Eigenkapitalproblems befindet sich offenbar in einem Dilemma. Um die tatsächliche Entwicklung der Eigenkapitalquoten im Hinblick auf die Anfälligkeit der Unternehmen gegenüber Konjunkturschwankungen bewerten zu können, benötigt man empirisches Wissen, von dem man von vornherein sagen kann, daß es nicht vorhanden ist. Es gibt eben keine Möglichkeit, die Risikostruktur der Aktivseite von Bilanzen (das leistungswirtschaftliche Risiko) intertemporal zu vergleichen. Ebensowenig ist es möglich, Veränderungen der Fremdkapitalzinsen zuverlässig vorherzusagen. Beides aber bräuchte man zumindest, um die Insolvenzanfälligkeit der Unternehmen bei einer bestimmten (heute erreichten) Eigenkapitalquote zu messen oder intertemporal zu vergleichen. Doch das sind nur die wichtigsten Einwände. Das vorliegende Datenmaterial erfüllt in vieler anderer Hinsicht in keiner Weise die Anforderungen, die man an Material stellen müßte, das Vergleiche über so lange Zeiträume (1965 bis heute) erlaubt.

Im folgenden sollen die wichtigsten der notwendigen Qualifizierungen bezüglich des Datenmaterials gezeigt und einige der nicht korrekt quantifizierbaren hypothetischen Veränderungen anhand von Modellrechnungen in ihrer möglichen Bedeutung beleuchtet werden. Dabei soll allein die Bundesbankstatistik Verwendung finden, weil sie am vollständigsten die Bilanzstruktur der Unternehmen wiedergibt und in einer ausreichend tiefen Untergliederung vorliegt.

Vergleicht man die Struktur der Unternehmensbilanzen des verarbeitenden Gewerbes komparativ-statisch zwischen dem Jahr 1966 und dem Jahr 1980⁸ (Anlage, Tabelle 1), zeigen sich neben dem starken Rückgang der Eigenkapitalquote selbst zwei weitere dramatische Veränderungen:

1. Auf der Aktivseite: Der Anteil der kurzfristigen Forderungen steigt von 20,6 vH auf 29,1 vH, der Anteil der Sachanlagen sinkt von 39,7 vH auf 28,3 vH.
2. Auf der Passivseite: Der Anteil der Rückstellungen steigt von 11,7 vH auf 17,4 vH.

Die Veränderung der Struktur der Aktivseite der Bilanzen gibt Anlaß, die tatsächliche Bedeutung der Haf-

tungsfunktion bzw. der Risikoübernahmefunktion von Eigenkapital zu überprüfen. Es ist nämlich kaum anzunehmen, daß der Rückgang der Sachanlagen und die Zunahme der kurzfristigen Forderungen risikoneutral ist⁹. Denn die unterschiedlichen Aktiva tragen ganz unterschiedliche Risiken in dem Sinne, daß die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls des von ihnen zu erwartenden Einzahlungsstroms unterschiedlich ist und damit für die Gesamtunternehmen die Wahrscheinlichkeit des Umschlagens von einem Einzahlungsüberschuß in einen Auszahlungsüberschuß sich mit dem Anteil der Aktiva verändert. So ist Sachkapital sicher riskanter als langfristige Forderungen und Beteiligungen. Daß der Befund „Eigenkapitalücke“ ganz anders aussieht, wenn man diese Veränderungen berücksichtigt, zeigt sich schon an dem sehr groben Maß für die Messung des leistungswirtschaftlichen Risikos, der horizontalen Eigenkapitalquote oder Sachanlagendeckung. Im verarbeitenden Gewerbe ist diese Quote von 1965 bis 1980 leicht gestiegen. Differenziert man etwas stärker und versieht die Aktiva mit spezifischen Risiken, dann läßt sich der Effekt der Umstrukturierung der Aktivseite bei bestimmten Setzungen bezüglich des Risikos quantitativ abgreifen und damit die Eigenkapitalquote hypothetisch bereinigen.

Diese Bereinigung ist hier in der Weise vorgenommen worden, daß für riskantere Aktiva ein größerer Sicherheitszuschlag berechnet wird als für weniger riskante Aktiva. Das heißt, ein unter leistungswirtschaftlichem Aspekt riskantes Unternehmen muß eine bestimmte Menge mehr an Sachkapital haben als ein weniger riskantes, um die horizontale oder vertikale Eigenkapitalquote vergleichbar zu machen. Umgekehrt gilt: Ein Anleger in einem riskanten Unternehmen muß mehr Eigenkapital in diesem

⁷ Dieser Abschnitt entspricht sinngemäß einer Ausarbeitung zur Unternehmensfinanzierung, die Eingang in die Strukturberichterstattung des DIW gefunden hat. H. Flassbeck/R. Filip-Köhn/B. Görzig/E. Schulz/R. Stäglin/F. Stille: Strukturverschiebungen zwischen sekundärem und tertiärem Sektor. Beiträge zur Strukturforschung, Heft 107, 1988.

⁸ Das Jahr 1980 wurde als Endjahr gewählt, weil infolge der Umstellung der Systematik der Wirtschaftszweige durch das Statistische Bundesamt im Jahre 1979 die Ergebnisse der Bundesbank danach noch weniger intertemporal vergleichbar sind. Insbesondere bei einzelnen Positionen der Bilanzen, die hier von Interesse sind, haben sich große Veränderungen ergeben. Tendenziell gelten die hier vorgetragenen Einwände weiter, wenn man die Statistik bis zum letzten vorliegenden Jahr (1987) ansieht; bei einigen Positionen wird im folgenden explizit darauf aufmerksam gemacht.

⁹ Der starke Rückgang des Sachanlagenteils an der Bilanz mag für sich genommen als beklagenswert angesehen werden (vgl. z.B. Albach 1983), diese Tatsache darf aber nicht mit dem Eigenkapitalproblem vermischt werden, denn das Problem der „Eigenkapitalücke“ ist immer nur ein Problem von Quoten, nicht aber eines bestimmten Bestandes. Im übrigen muß der relative Rückgang des Sachkapitals nicht unbedingt Anzeichen einer dramatischen Verschlechterung der Investitionsbedingungen sein. Er kann sich beispielsweise auch aus einer Zunahme an Leasingnehmern oder Leasing selbst im Unternehmensbestand der Bundesbank ergeben.

Unternehmen wissen, wenn er nur die gleichen Erträge wie in sicheren Unternehmen hinnehmen soll. Oder noch einmal anders gewendet: Er muß im riskanten Unternehmen für die gleiche Einlage höhere Erträge bekommen; dazu muß aber die Menge der Sachanlagen bei gleicher Rentabilität aller Anlagen der Volkswirtschaft höher sein als im relativ sicheren Unternehmen. Daher wurde in der Modellrechnung (Tabellen 1-3, Anhang) ein Risikoäquivalent für die Aktiva in der Weise berechnet, daß die Anteile in den Jahren 1966 und 1980 mit einem Faktor $1/1-p$ (mit $0 < p < 1$: entspricht der Ausfallwahrscheinlichkeit der Einzahlungsreihe eines Aktivums) multipliziert wurde.

Setzt man im verarbeitenden Gewerbe das Eigenkapital in Beziehung zu einer auf diese Weise bereinigten Bilanzsumme, ergibt sich bei den angenommenen Wahrscheinlichkeiten eine Verminderung der „Eigenkapitallücke“ um 8,4 Prozentpunkte auf 5,4 Prozentpunkte, die Quote sinkt nur noch von 24,5 vH auf 19,1 vH. Dabei ist dieser Rückgang in den Branchen recht unterschiedlich. Während in der chemischen Industrie die ohnehin relativ geringe „Lücke“ nahezu völlig verschwindet und im Straßenfahrzeugbau die Differenz der Quoten von 13 Punkten auf 8 Punkte schrumpft, spielt im Baugewerbe, der Elektrotechnik und der NE-Metallerzeugung dieser Effekt eine weit geringere Rolle. Aber auch für alle erfaßten Unternehmen sinkt die „Eigenkapitallücke“ von 9,1 auf 6,2 Prozentpunkte.

Selbstverständlich ist diese Bereinigung ein reines Modellergebnis. Niemand weiß, wie hoch die Risikofaktoren der Aktiva relativ und absolut sind; ebensowenig gibt es klare Anhaltspunkte dafür, ob und wie sich die Risiken der einzelnen Aktiva im Zeitablauf verschoben haben. Höhere Risiken der Sachanlagen im Jahre 1980 im Vergleich zu 1966 können die Verminderung der „Lücke“ wieder rückgängig machen, geringere Risiken können die „Lücke“ völlig zum Verschwinden bringen. Die Ergebnisse zeigen nur, wie sensibel die Globalquote auf Veränderungen der Struktur der Aktiva reagiert. Diese Veränderungen können aber normaler Bestandteil des Strukturwandels bzw. Ausdruck veränderter Finanzierungsgewohnheiten der Unternehmen infolge veränderter Rahmenbedingungen und Wettbewerbsverhältnisse sein. Die Aufblähung der Bilanzen durch höhere kurzfristige Forderungen auf der einen und höhere kurzfristige Verbindlichkeiten auf der anderen Seite kann z.B. Ausdruck einer veränderten Übernahme von Bankfunktionen der Unternehmen, also eines innerbetrieblichen Strukturwandels sein. Für diese „Bankgeschäfte“ dürften die Unternehmen in der Regel aber auch nur eine bankmäßige Eigenkapitaldeckung benötigen und nicht die Deckung, die dem „normalen“ leistungswirtschaftlichen Risiko entspricht¹⁰.

Daneben gibt es andere Effekte auf der Aktivseite, die eine Korrektur zumindest einiger Branchenergebnisse erforderlich machen. So kann das überaus hohe Niveau und die Konstanz der Eigenkapitalquote in der chemi-

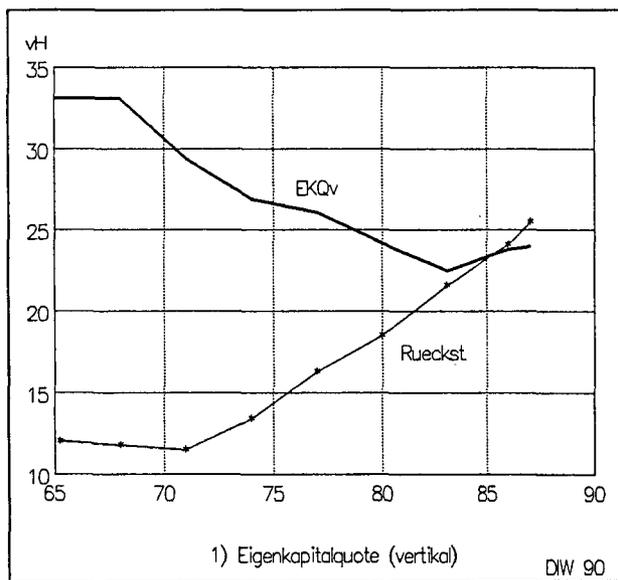
schen Industrie weitgehend durch die hohe und steigende Beteiligungsquote erklärt werden. Der Anteil der Beteiligungen stieg dort von 10,2 vH im Jahre 1966 auf 16,9 vH im Jahre 1980 und auf nahe 20 vH im Jahre 1987. Das führt zu einem zu günstigen Ausweis der Eigenkapitalquote, wenn es sich dabei vor allem um gegenseitige Beteiligungen der Chemieunternehmen handelt. Beteiligungskapital von Unternehmen ist schon belastetes Kapital, weil es bereits in dem Unternehmen, das die Beteiligung hält oder erwirbt, mit einer bestimmten Menge Fremdkapital beliehen worden ist. Beteiligungskapital von Unternehmen hat folglich eine andere Qualität als Kapital, das von privaten Anlegern aufgebracht worden ist. Der potentielle Fremdkapitalgeber wird aber genau das tun, was in der Statistik unterbleibt, er wird nämlich eine konsolidierte Bilanz von verschachtelten Unternehmen aufstellen, um die Nettobelastung des Eigenkapitals zu ermitteln. Je höher die Belastung des kapitalgebenden Unternehmens ist, um so geringer kann dessen Kapital zusätzlich im kapitalnehmenden Unternehmen noch einmal mit Fremdkapital beliehen werden. Wäre das nicht so, könnten die Unternehmen durch Auslagerung von Unternehmensteilen oder die Beteiligung an anderen Betrieben die Fremdkapitalquote weit über das für jeden Fremdkapitalgeber akzeptable Maß hinaus erhöhen. Eine untereinander beteiligte Gruppe von Unternehmen muß also als Gruppe eine höhere Eigenkapitalquote besitzen, um die gleiche Menge Fremdkapital zu erhalten, wie eine Gruppe, die keine gegenseitigen Beteiligungen hält. Die Eigenkapitalquote der chemischen Industrie ist also in dem Ausmaß der gegenseitigen Verschachtelung und deren Zunahme im Zeitablauf zu hoch ausgewiesen und zu wenig zurückgegangen. In anderen Branchen gibt es diesen Effekt auch, er spielt aber eine weniger bedeutende Rolle. Auch dies zeigt, wie wenig aussagekräftig die Globalzahl (Eigenkapital/Bilanzsumme) ist.

Auch auf der Passivseite der Bilanzen der Industrie hat es von 1965 bis 1987 bedeutende Verschiebungen gegeben. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten steigen deutlich an, die längerfristigen sinken etwas. Der entscheidende Gegenposten zum Rückgang des Eigenkapitals (im verarbeitenden Gewerbe um 10 Prozentpunkte) ist jedoch der Anstieg der Rückstellungen (um 15 Prozentpunkte auf einen Anteil von über 25 vH im Jahre 1987; Schaubild). Nun ist die Frage der korrekten Zurechnung von Rückstellungen zu Eigen- oder Fremdkapital scheinbar nicht eindeutig zu beantworten. Das Statistische Bundesamt weist Rückstellungen in der Einheitswertstatistik zumindest teilweise¹¹ als Eigenkapital aus. Der Sachverständigenrat dagegen stellt lapidar fest:

¹⁰ Erstaunlicherweise hat die Bundesbank das im Jahre 1978 selbst eingeräumt. Vgl. Deutsche Bundesbank. Monatsbericht November 1978.

¹¹ In Höhe der Bewertungsdifferenz zwischen den Rückstellungen in der Vermögensaufstellung und der Handels- oder Steuerbilanz als stille Reserve.

Schaubild
**Eigenkapital¹⁾ und Rückstellungen
im verarbeitenden Gewerbe**



„Rückstellungen sind im Prinzip Fremdkapital. Es sind keine haftenden Mittel...“¹².

Genau eine solche Definition aber geht an den Eigenheiten des finanziellen Strukturwandels und damit am Kern des Problems völlig vorbei. Es geht nicht so sehr um die Menge der haftenden Mittel selbst, sondern um die Veränderung der Eintrittswahrscheinlichkeit solcher Tatbestände, die die Gefahr eines Umschlagens von Einzahlungs- in Auszahlungsüberschüsse begründen und damit die Haftungsfunktion des Eigenkapitals auslösen können. Die Wahrscheinlichkeit des Eintretens solcher Tatbestände wird durch die Zunahme der Rückstellungen in der Bilanz sicher gemindert, und insofern sind die Veränderungen der Rückstellungen zweifellos eigenkapitalrelevant (zur Beurteilung von Niveau und Veränderung der Eigenkapitalquote heranzuziehen). Der Sachverständigenrat gesteht das selbst zu, wenn er wenig später konstatiert: „Es handelt sich bei Rückstellungen um Fremdkapital eigener Art; es ist von der Bereitstellung her oft sehr langfristiges Kapital und erfordert für die Zeit der Rückstellung keine festen Zinszahlungen, was unter Liquiditätsaspekten vorteilhaft ist“¹³. Mit anderen Worten heißt das, daß den Rückstellungen gerade nicht die insolvenzauslösende Eigenschaft „Änderung des Fremdkapitalzinses“ eigen ist, sondern für die Zeit, in der sie ausgewiesen werden (also praktisch immer), zinslos sind und daher in hohem Maße die residualen Auszahlungen an das Eigenkapital in ihrer Haftungsfunktion entlasten. Da zudem über Rückstellungen in erheblichem Maße stille Reserven gebildet werden dürften, ist anzunehmen, daß diese Aussage sogar für den Verlustfall Gültigkeit hat.

Auch hier ist es durch nichts gerechtfertigt, die intertemporalen Wandlungen des Finanzierungsverhaltens mit ihren möglichen Implikationen für die tatsächlichen Finanzierungsverhältnisse durch die nahezu ausschließliche Konzentration auf eine Globalzahl zu ignorieren.

Auch die Betrachtung der Branchenergebnisse der Bundesbankstatistik bestätigt diese Einschätzung. Hier ist der enge Zusammenhang zwischen Zunahme der Rückstellungen und Rückgang der Eigenkapitalquote überall dort, wo es nicht andere Sonderentwicklungen wie in der chemischen Industrie gab, besonders augenfällig. In der NE-Metallerzeugung etwa, wo der Anteil der Rückstellungen von 1965 bis 1986 relativ wenig stieg und auch die Aktivseite der Bilanz sich weniger als sonst änderte, war die Eigenkapitalquote 1987 nicht nur relativ hoch (25,2 vH), sondern wies auch einen relativ kleinen Rückgang auf (4,9 Prozentpunkte). Im Straßenfahrzeugbau war mit 13 Prozentpunkten nicht nur der Rückgang der Eigenkapitalquote besonders ausgeprägt, der Anstieg der Rückstellungen von 12,6 vH auf 39,0 vH war ebenso außergewöhnlich. Bereinigt man hier in der oben erwähnten Weise um die Änderung der Struktur der Aktiva und zählt auch nur die *halben* Rückstellungen als Eigenkapitaläquivalent, dann bleibt die Eigenkapitalquote von 1965 bis 1980 konstant, die „Eigenkapitallücke“ verschwindet vollständig. Tendenziell gilt das auch für die Elektrotechnik und den Maschinenbau. Dagegen führt bei einer Reihe von kleineren Branchen (NE-Metallerzeugung, Stahl- und Leichtmetallbau, Holzverarbeitung, Textil- und Bekleidungsindustrie) weder die eine noch die andere Bereinigung zu einer nennenswerten Korrektur des Befundes einer deutlich gesunkenen Eigenkapitalquote.

Insgesamt ist das empirische Ergebnis für das verarbeitende Gewerbe, wie erwartet, wenig eindeutig. Hinter dem scheinbar so einfachen und homogenen Befund der Eigenkapitallücke in der Statistik der Deutschen Bundesbank verbergen sich offenbar, sowohl was die Frage der richtigen Abgrenzung von Eigenkapital und leistungswirtschaftlichen Risikoträgern betrifft als auch hinsichtlich der Branchenentwicklungen eine Reihe heterogener Phänomene. Nachdrücklich wird das von zwei großen Branchen wie dem Straßenfahrzeugbau und der chemischen Industrie demonstriert. Während der Straßenfahrzeugbau scheinbar einen pathologischen Befund aufweist, der sich aber bei näherem Hinsehen ohne weiteres als im Strukturwandel normale Verschiebung von Funktionen auf Aktiv- und Passivseite interpretieren läßt, zeigt die chemische Industrie scheinbar den gesündesten Befund, der aber nach genauerer Überprüfung der stattgefundenen Verflechtungen relativiert werden muß.

Schließlich leidet die Auswertung des Materials der Bundesbank und des Statistischen Bundesamtes an einer rein statischen Interpretation, obwohl doch davon

¹² Sachverständigenrat, Jahresgutachten 1984/85, Ziffer 149.

¹³ Sachverständigenrat, Jahresgutachten 1984/85, Ziffer 149.

auszugehen ist, daß das Material eine unübersehbare Menge von permanent ablaufenden Anpassungsprozessen spiegelt. Schon der erfaßte Unternehmensbestand ist ja keineswegs konstant und damit im strengen Sinne auch nicht intertemporal interpretierbar. Weil die Unternehmen nicht nach den ökonomischen Kriterien erfaßt wurden, die man benötigte, um zu einer bestmöglichen Messung des Eigenkapitals zu kommen, sondern allein nach dem Kriterium, ob von diesen Unternehmen Wechsel zum Diskont bei der Bundesbank eingereicht wurden, kann aus dem Ausgangsmaterial kein schlüssiges Ergebnis hinsichtlich der Finanzierungssituation der Unternehmen abgeleitet werden. Das läßt sich beispielhaft belegen.

Es gib Hinweise darauf, daß in den letzten Jahren gerade mittelständische Unternehmen dazu übergehen, die bisherigen Unternehmen in eine Produktionsgesellschaft einerseits und eine Besitzgesellschaft andererseits aufzuspalten. Die Bilanz eines dieser Unternehmen allein gibt dann sicher nur ein unvollständiges Bild der gesamten Risiko- und Haftungsbeziehungen. Es ist aber keineswegs sichergestellt, daß in das Bundesbankmaterial nur konsolidierte Bilanzen solcher Unternehmen eingehen. Die besonders niedrig erscheinende Eigenkapitalquote kleiner und mittlerer Unternehmen mag hier eine ihrer „Ursachen“ haben.

Auch Rechtsformenänderungen können Auswirkungen auf das statistische Ergebnis haben, die nicht ihrer ökonomischen Bedeutung entsprechen. So hat z.B. die Körperschaftsteuerreform von 1977 Anreize geschaffen, Personengesellschaften in eine GmbH umzuwandeln. Tatsächlich ist es zu vermehrten Gründungen von GmbH gekommen. Die Bundesbank rechnet bei Personengesellschaften das sogenannte Gesellschaftsdarlehen dem Eigenkapital zu¹⁴. Bei Kapitalgesellschaften zählt es als Fremdkapital. Nun weist die KfW darauf hin, daß 90 vH aller sonstigen Eigenmittel (in erster Linie Gesellschafterdarlehen) auf nur zwei Rechtsformen entfallen, nämlich die GmbH und die GmbH & Co. KG¹⁵. Der Anteil dieser sonstigen Eigenmittel beträgt bei diesen Rechtsformen im Durchschnitt 10 vH bis 20 vH der Bilanzsumme, entspricht also durchschnittlich der Größe des Eigenkapitals. Inwiefern ist es gerechtfertigt, diese Mittel zum vollen Betrag als Fremdkapital zu rechnen? Hier kann doch keineswegs von dem gleichen Auszahlungsstrom wie bei reinen Fremdmitteln und damit vom gleichen Risikoäquivalent ausgegangen werden.

In einer ganz besonderen Situation sind nach den Globalzahlen der Bundesbank der Einzelhandel und die Bauwirtschaft. Im Einzelhandel liegt im Jahr 1983 die Eigenkapitalquote nur noch bei 9,9 vH, nach 27,3 vH im Jahre 1965. Dabei haben besonders kleine Unternehmen ihre Eigenmittelquoten drastisch reduziert. Allein seit dem letzten Jahr der Auswertung nach Größenklassen (1977) ging die Eigenkapitalquote der Einzelkaufleute mit weniger als 10 Millionen DM Umsatz von rund 20 vH auf

rund 10 vH zurück. Eine Erklärung für diesen Befund läßt sich z.B. in der Tatsache finden, daß viele kleinere Unternehmen angesichts des wachsenden Wettbewerbsdrucks gezwungen waren, sich zu Einkaufsgenossenschaften zusammenzuschließen und/oder von großen Einkaufsgenossenschaften in Filialketten aufgenommen wurden bzw. Franchisingverträge schlossen. Dann aber kann es durchaus sein, daß diese Unternehmen mit einer Verstärkung (größerer Kongruenz) ihrer Einzahlungs- und Auszahlungsströme rechnen und daher einen geringeren Risikopuffer benötigen. Das ist auch deswegen einleuchtend, weil sich die Gewinnsituation dieser Unternehmen keineswegs so dramatisch verschlechtert hat, daß dies den Rückgang der haftenden Eigenmittel auch nur in Ansätzen erklären könnte¹⁶.

Noch dramatischer erscheint die Situation der Bauwirtschaft im Jahre 1983. Insgesamt ist die Eigenkapitalquote auf rund 3 vH gesunken¹⁷. Einige Unternehmensgruppen (kleinere Personengesellschaften und Einzelkaufleute) arbeiten völlig ohne oder schon mit negativem Eigenkapital (1977 noch rund 10 vH), während sich bei den großen Kapitalgesellschaften die Quote seit 1977 kaum verändert hat. Selbst ein solcher Befund muß nicht den unmittelbar bevorstehenden Konkurs der Unternehmen anzeigen, die ihre Wechsel bei der Bundesbank einreichen¹⁸. Wenn es solchen Bauunternehmen gelingt, durch eine flexible Personalpolitik und durch geringen Sachkapitalbestand (Leasing) ihre fixen Kosten sehr niedrig zu halten, dann können diese Unternehmen sehr gut völlig ohne Eigenkapital arbeiten, wenn es zusätzlich möglich ist, die Einzahlungs- und Auszahlungsströme zu synchronisieren. Das geschieht z.B. dadurch, daß sich der Bauunternehmer jede Stufe der Fertigstellung vom Bauauftraggeber vorfinanzieren läßt und jeweils durch Erstellung der Baustufen die Finanzierung tilgt. Dann trägt das Unternehmen weder das Risiko einer Steigerung der Fremdkapitalzinsen noch ein nicht versicherungsfähiges Risiko auf der Aktivseite, denn solange der Auftrag läuft, sind Maschinen und Kapital sicher beschäftigt. Eigenkapital zum Durchhalten von Arbeitern und Maschinen bei Auftragsflauten hat sich offensichtlich in der schwierigen Phase nach 1979 als weniger effizient erwiesen als die flexible Anpassung von Arbeitszeit und Sachkapitalbestand an das Auftragsvolumen. Auch das ist ein Beispiel für unternehmensinternen Strukturwandel, der überkommene Finanzierungsregeln obsolet machen kann.

¹⁴ Sonderdruck der Deutschen Bundesbank Nr. 6, September 1985, S. 7.

¹⁵ KfW: Geschäftsbericht 1984.

¹⁶ Hier hat im übrigen die Revision der Zahlen im Jahr 1980 einen erheblichen Sprung mit sich gebracht, so daß Vergleichbarkeit nicht gewährt ist.

¹⁷ Es gilt allerdings Fußnote 16 analog.

¹⁸ Wofür schon die Tatsache spricht, daß die Bundesbank diese Wechsel angenommen hat.

Insgesamt gesehen zeigt gerade die jüngste Vergangenheit (1982 bis 1989), daß eine durchweg gute Gewinnsituation nicht hinreichende Bedingung zur Erhöhung der Eigenkapitalquote ist. Auch zuletzt lag diese noch immer bei rund 19 vH, obwohl die funktionale Einkommensverteilung sich so günstig entwickelt hat wie seit Anfang der sechziger Jahre nicht mehr. Es ist daher an der Zeit, den stattgefundenen Strukturwandel auch im Finanzierungsbereich der Unternehmen zur Kenntnis zu nehmen und die Eigenkapitalquote als Indikator für Finanzierungsprobleme auch auf der makroökonomischen Ebene einer adäquaten Relativierung zu unterziehen.

Der Prozeß der Tertiärisierung im Finanzierungsbereich hat vor allem in den Unternehmen selbst stattgefunden. Das gilt sowohl für die Übernahme von Bankenfunktionen durch die Ausweitung kurzfristiger Forderungen und Verbindlichkeiten als auch für die Übernahme von Versicherungsfunktionen durch die Zunahme von Rückstellungen, die zum größten Teil Pensionsrückstellungen sind. Dadurch haben die Unternehmen als Gruppe zwar ihre Abhängigkeit von der Fremdfinanzierung nicht vermindern können, jedoch ist die Bedeutung der Außenfinanzierung für erhebliche Teile (die großen Branchen) gesunken. Nimmt man die zunehmende Beteiligung an anderen Unternehmen hinzu, dann hat die Bedeutung der von außen (dem Publikum, den Banken) kommenden Finanzierung schon für das gesamte verarbeitende Gewerbe nicht zugenommen. Im Straßenfahrzeugbau, der chemischen Industrie, im Maschinenbau und in der Elektrotechnik, also den Branchen, die durchweg überdurchschnittliche Geschäftsergebnisse aufzuweisen hatten, geht die sinkende Eigenkapitalquote sogar mit einer abnehmenden Abhängigkeit von Nicht-Unternehmensquellen einher. Das entspricht dem Trend zum Managementunternehmen, durch das der Zusammenhang zwischen Kapitaleinlage und der Übernahme unternehmerischer Verantwortung immer mehr aufgelöst wird. Für ein solches Unternehmen sind Rückstellungen eine nahezu ideale Finanzierungsquelle, weil sie den Vorteil des Eigenkapitals in Form nicht-festgelegter und von außen bestimmter Auszahlungen mit dem Vorteil des Fremdkapitals in Form der Nicht-Mitsprache an konkreten Unternehmensentscheidungen miteinander verbinden.

In den genannten vier Branchen, die — dem Umsatz nach — in den achtziger Jahren 45 vH des verarbeitenden Gewerbes abdeckten, ist der Anteil der Rückstellungen von knapp 15 vH im Jahre 1965 auf 24 vH im

Jahre 1980 gestiegen. 1987 lag er — nach der Revision im Jahr 1980, die eine Erhöhung um einen Prozentpunkt gebracht hatte — schon bei über 30 vH.

5. Wirtschaftspolitische Folgerungen

Die These von der Eigenkapitallücke als Indiz für Wachstums- und Beschäftigungsschwäche kann in dieser einfachen Form nicht aufrecht erhalten werden. Wie gezeigt wurde, läßt sich der Wandel der Finanzierungsstruktur auch ohne Rückgriff auf die Vorstellung von einem dauerhaften Mangel an Risikokapital erklären. Der empirische Befund zeigt überdies, daß die Eigenmittelquoten die haftende Basis der Unternehmen nur unzureichend reflektieren. Andererseits lassen sich für Unterschiede im Finanzierungsverhalten — in Abhängigkeit von der Rechtsform, der Unternehmensverflechtung, der Branchen — im einzelnen überzeugende Gründe finden.

Unter einer wirtschaftspolitischen Perspektive hat sich jedenfalls bestätigt, daß die Finanzierungsstrukturen Einfluß auf das Investitionsvolumen haben. Die These von der Irrelevanz der Finanzierung für die realwirtschaftliche Entwicklung erweist sich damit als eine untaugliche Basis für wirtschaftspolitische Empfehlungen. Die Mengeneffekte der Politik der Inflationsbekämpfung der achtziger Jahre sind zu einem erheblichen Teil über den Zusammenbruch von Unternehmensfinanzierungen zustande gekommen. Die Geldpolitik kann also nicht darauf setzen, daß sich ihre Wirkungen — gleichsam friktionslos — auf Erwartungsänderungen beschränken.

In einer längerfristigen Perspektive ist sichtbar geworden, daß sich neue Formen der Risikoteilung zwischen Schuldner und Gläubigern herausbilden, die zu einer Ausdifferenzierung der Finanzmärkte und zu einer Verschärfung des Wettbewerbs beitragen. Diese größere Effizienz der Finanzmärkte ist vermutlich vor allem kleinen und mittleren Unternehmen zugute gekommen, denen mit staatlicher Unterstützung der Zugang zu den Finanzmärkten erleichtert wurde. Eine Verschärfung des Wettbewerbs auf den Finanzmärkten — wie sie auch im Hinblick auf den europäischen Binnenmarkt erwartet wird — hat aber auch zur Folge, daß die Bedeutung langfristiger Bindungen im Finanzierungsbereich abnimmt. Es wäre deshalb wert zu untersuchen, wie weit diese Entwicklung ein destabilisierendes Element in sich trägt.

Literaturverzeichnis

- Albach, H.*, Die Bedeutung mittelständischer Unternehmen in der Marktwirtschaft, IfM-Materialien Nr. 4, Bonn 1983.
- Deutsche Bundesbank*, Sonderdruck Nr. 6 (Verhältniszahlen aus den Jahresabschlüssen der Unternehmen im Jahr 1983).
- Deutsche Bundesbank*, Sonderdruck Nr. 5 (Jahresabschlüsse der Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland 1965 bis 1981).
- Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht November 1978.
- Deutsche Bundesbank*, Die Bedeutung der Ertragsverhältnisse der Unternehmen für Investitionen und Beschäftigung in den Jahren 1983 bis 1986. Monatsbericht April 1988, S. 29-35.
- Flassbeck, H., W. Koll*, Kapital und Rendite, Wirtschaftswoche Nr. 21 vom 20.5.1983, S. 72-78.
- Kreditanstalt für Wiederaufbau*, Geschäftsbericht 1984.
- Mayer, C.*, New Issues in Corporate Finance. London 1987 (Manuskript).
- Modigliani, F., M. H. Miller*, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review. Vol. 48, 1958, S. 261-297.
- Mooslechner, P.*, Unternehmensfinanzierung: Elemente einer makroökonomischen Perspektive. Wien 1989 (Manuskript).
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Jahresgutachten 1984/85 und 1988/89, Mainz.
- Schneider, D.*, Mindestnormen zur Eigenkapitalausstattung als Beispiele unbegründeter Kapitalmarktregulierung? in: Kapitalmarkt und Finanzierung, Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik, München 1986 (Hrsg. D. Schneider).
- Sievert, O. und andere*, Investition und Steuern, Frankfurt 1989.

Anhang

Abkürzungen

Bereinigungsfaktoren in den Tabellen

EKQh = Eigenkapitalquote, horizontal (in vH der Sachanlagen)	p (Sachanlagen)	= 0,4
EKQh' = Eigenkapitalquote, horizontal (bereinigt)	p (Vorräte)	= 0,1
EKQv = Eigenkapitalquote, vertikal (in vH der Bilanzsumme)	p (kurzfr. Forderungen)	= 0,2
EKQv' = Eigenkapitalquote, vertikal (bereinigt)	p (langfr. Forderungen)	= 0,1
KF/BS = Kurzfristige Forderungen in vH der Bilanzsumme		
SaA = Sachanlagen in vH der Bilanzsumme		

Tabelle 1

Verarbeitendes Gewerbe

1966						
Aktiva			Passiva			
	vH	vH*		vH		vH
Sachanlagen	39,7	66,2	Eigenkapital	33,1	EKQh	= 83,4
Vorräte	26,2	29,1	Kurzfristige Verbindlichkeiten	32,6	EKQh'	= 50,0
Kurzfristige Forderungen	20,6	25,8	Langfristige Verbindlichkeiten	19,1	EKQh + Rückst.	= 112,8
Langfristige Forderungen	2,3	2,6	Rückstellungen	11,7	EKQv + Rückst.	= 44,8
Wertpapiere	1,1	1,1	Sonstige	3,5	EKQv'	= 24,5
Beteiligungen	5,3	5,3			EKQv' + Rückst.	= 33,2
Sonstige	4,8	4,8				
	100	134,9		100		
1980						
Aktiva			Passiva			
	vH	vH*		vH		vH
Sachanlagen	28,3	47,2	Eigenkapital	24,7	EKQh	= 87,3
Vorräte	27,9	31,0	Kurzfristige Verbindlichkeiten	39,3	EKQh'	= 52,3
Kurzfristige Forderungen	29,1	36,4	Langfristige Verbindlichkeiten	16,5	EKQh + Rückst.	= 148,8
Langfristige Forderungen	1,5	1,7	Rückstellungen	17,4	EKQv + Rückst.	= 42,1
Wertpapiere	1,9	1,9	Sonstige	2,1	EKQv'	= 19,1
Beteiligungen	6,9	6,9			EKQv' + Rückst.	= 32,5
Sonstige	4,4	4,4				
	100	129,5		100		
<p>* Bereinigt um Veränderungen der Struktur der Aktiva. — $EKQv_{66} - EKQv_{80} = 8,4$ vH-Punkte. — $EKQv'_{66} - EKQv'_{80} = 5,4$ vH-Punkte.</p>						

Tabelle 2

Straßenfahrzeugbau

1966					
Aktiva			Passiva		
	vH	vH*		vH	vH
Sachanlagen	46,6	77,7	Eigenkapital	39,1	EKQh = 83,9
Vorräte	24,4	27,1	Kurzfristige Verbindlichkeiten	29,0	EKQh' = 50,3
Kurzfristige Forderungen	16,2	20,3	Langfristige Verbindlichkeiten	14,8	EKQh + Rückst. = 110,1
Langfristige Forderungen	1,4	1,6	Rückstellungen	12,2	EKQv + Rückst. = 51,3
Wertpapiere	0,4	0,4	Sonstige	4,9	EKQv' = 28,3
Beteiligungen	3,0	3,0			EKQv' + Rückst. = 37,1
Sonstige	8,0	8,0			
	100	138,1		100	
1980					
Aktiva			Passiva		
	vH	vH*		vH	vH
Sachanlagen	31,2	52,0	Eigenkapital	26,1	EKQh = 83,7
Vorräte	23,2	25,8	Kurzfristige Verbindlichkeiten	31,6	EKQh' = 50,2
Kurzfristige Forderungen	24,0	30,0	Langfristige Verbindlichkeiten	9,5	EKQh + Rückst. = 179,5
Langfristige Forderungen	1,0	1,1	Rückstellungen	29,9	EKQv + Rückst. = 56,0
Wertpapiere	4,5	4,5	Sonstige	2,9	EKQv' = 20,2
Beteiligungen	5,9	5,9			EKQv' + Rückst. = 43,2
Sonstige	10,2	10,2			
	100	129,5		100	
* Bereinigt um Veränderungen der Struktur der Aktiva. — $EKQv_{66} - EKQv_{80} = 13,0$ vH-Punkte — $EKQv'_{66} - EKQv'_{80} = 8,1$ vH-Punkte.					

Tabelle 3

Baugewerbe

1966						
Aktiva			Passiva			
	vH	vH*		vH		vH
Sachanlagen	25,9	43,2	Eigenkapital	14,3	EKQh	= 55,2
Vorräte	6,2	6,9	Kurzfristige Verbindlichkeiten	66,3	EKQh'	= 33,1
Kurzfristige Forderungen	60,8	76,0	Langfristige Verbindlichkeiten	11,1	EKQh + Rückst.	= 77,6
Langfristige Forderungen	1,0	1,1	Rückstellungen	5,8	EKQv + Rückst.	= 20,1
Wertpapiere	0,3	0,3	Sonstige	2,5	EKQv'	= 10,7
Beteiligungen	0,7	0,7			EKQv' + Rückst.	= 15,1
Sonstige	5,1	5,1				
	100	133,3		100		
1980						
Aktiva			Passiva			
	vH	vH*		vH		vH
Sachanlagen	17,0	28,3	Eigenkapital	6,4	EKQh	= 37,6
Vorräte	6,0	6,7	Kurzfristige Verbindlichkeiten	73,8	EKQh'	= 22,6
Kurzfristige Forderungen	67,1	83,9	Langfristige Verbindlichkeiten	11,5	EKQh + Rückst.	= 81,2
Langfristige Forderungen	1,3	1,4	Rückstellungen	7,4	EKQv + Rückst.	= 13,8
Wertpapiere	1,5	1,5	Sonstige	0,9	EKQv'	= 5,0
Beteiligungen	0,8	0,8			EKQv' + Rückst.	= 10,7
Sonstige	6,3	6,3				
	100	128,9		100		
* Bereinigt um Veränderungen der Struktur der Aktiva. — $EKQv_{66} - EKQv_{80} = 7,9$ vH-Punkte — $EKQv'_{66} - EKQv'_{80} = 5,7$ vH-Punkte .						

Tabelle 4

Ausgewählte Verhältniszahlen in ausgewählten Jahren
Eigenkapitalquote (vertikal)¹⁾

	1965	1968	1971	1974	1977	1980 ²⁾	1983	1986	1987
Verarbeitendes Gewerbe	33,1	33,1	29,4	26,9	26,1	24,2	22,5	23,8	24,0
Chemische Industrie	43,6	43,1	38,9	37,6	39,0	38,3	38,4	41,0	41,2
Herst. v. Kunststoffwaren	30,0	29,1	25,7	25,6	22,6	19,2	18,9	19,6	19,0
Steine und Erden	30,6	32,2	27,2	24,4	24,4	21,7	20,0	20,2	19,6
Eisenschaffende Ind.	36,9	36,1	32,3	30,3	28,9	24,9	19,2	22,0	21,6
NE-Metallerzeugung	30,1	30,3	29,5	25,5	24,7	25,4	23,2	24,5	25,2
Stahl- u. Leichtmetallbau	22,3	21,6	16,8	12,9	13,4	12,0	10,8	9,5	10,0
Maschinenbau	28,0	28,1	24,0	21,1	21,4	19,8	18,1	19,0	19,7
Straßenfahrzeugbau	38,2	41,3	36,4	33,1	28,6	25,9	24,9	24,9	25,2
Elektrotechnik	33,4	30,2	26,3	24,5	24,2	23,3	22,3	24,7	22,8
Herst. v. EBM-Waren	34,2	35,4	32,9	27,6	26,7	23,3	20,7	19,8	18,6
Holzbearbeitung	31,2	30,9	25,5	23,4	23,2	21,0	14,2	13,7	14,7
Holzverarbeitung	29,3	28,3	23,1	18,2	17,9	12,6	10,3	5,9	6,4
Papier- u. Pappeverarb.	36,6	33,6	30,2	30,6	30,0	25,9	22,7	24,6	24,0
Textilgewerbe	33,7	32,8	29,0	24,9	22,6	21,6	20,6	21,0	21,2
Bekleidungs-gewerbe	32,5	30,9	26,2	21,8	18,2	15,1	13,3	13,3	13,5
Ernährungsgewerbe	29,5	31,1	29,1	26,8	25,4	22,6	21,2	19,9	20,6
Baugewerbe	14,8	15,8	10,5	8,0	8,3	5,2	3,2	2,3	2,9
Großhandel	23,4	23,4	21,0	19,1	17,2	14,9	13,8	14,3	15,0
Einzelhandel	27,3	28,1	26,8	23,4	20,6	13,4	9,9	8,4	7,2
Alle Unternehmen	29,8	30,6	25,9	23,7	22,9	19,8	18,3	19,0	19,2

1) Eigenmittel in vH der Bilanzsumme. — 2) Von 1980 an Systematik der Wirtschaftszweige des Statistischen Bundesamtes Ausgabe 1979 (bis 1977 Ausgabe 1961).
Quelle: Jahresabschlüsse der Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland 1965-1981 (Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr. 5) sowie Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 38. Jahrg. Nr. 11, Nov. 1986 und 41. Jahrg. Nr. 11, Nov. 1989.

Tabelle 5

Eigenkapitalquote (horizontal)¹⁾

	1965	1968	1971	1974	1977	1980 ²⁾	1983	1986	1987
Verarbeitendes Gewerbe	83,6	89,5	80,5	80,5	85,0	82,9	80,4	88,5	88,6
Chemische Industrie	97,1	106,9	96,3	107,1	110,8	119,7	136,2	166,7	165,5
Herst. v. Kunststoffwaren	66,5	65,7	54,1	58,0	53,7	47,8	51,5	52,8	49,5
Steine und Erden	52,7	60,6	52,9	46,9	51,0	47,0	45,6	49,0	47,2
Eisenschaffende Ind.	71,2	75,7	73,4	77,5	71,4	70,9	48,7	54,6	52,3
NE-Metallerzeugung	99,7	112,2	90,5	77,3	87,9	111,9	103,6	111,9	120,0
Stahl- u. Leichtmetallbau	82,9	86,1	77,8	60,3	65,0	61,5	68,4	68,3	61,3
Maschinenbau	98,9	108,5	97,6	98,6	110,9	110,0	100,0	100,0	98,0
Straßenfahrzeugbau	81,8	94,5	80,4	79,6	98,6	82,2	77,1	89,2	85,1
Elektrotechnik	131,5	158,1	120,6	118,4	133,0	120,7	138,5	137,2	133,3
Herst. v. EBM-Waren	87,7	92,2	84,1	75,6	76,3	71,5	65,7	62,7	57,2
Holzbearbeitung	90,4	81,7	64,6	60,6	61,9	57,1	40,5	39,7	42,2
Holzverarbeitung	72,0	71,3	60,8	47,6	49,9	34,8	28,9	17,8	19,6
Papier- u. Pappeverarb.	81,2	73,5	63,0	74,3	73,9	63,8	58,1	65,4	63,5
Textilgewerbe	94,4	94,0	81,2	76,6	73,6	78,5	76,9	76,6	74,6
Bekleidungsgewerbe	120,4	105,5	96,3	89,0	87,1	78,2	76,0	78,7	80,8
Ernährungsgewerbe	66,9	72,2	66,4	61,2	61,8	55,8	55,6	53,2	55,4
Baugewerbe	56,3	62,9	53,6	42,3	39,3	28,0	17,7	12,4	15,4
Großhandel	117,0	114,7	105,5	102,1	97,2	94,3	92,0	94,1	96,8
Einzelhandel	85,0	79,8	74,7	65,4	65,4	48,0	36,5	32,3	28,3
Alle Unternehmen	77,4	81,8	71,2	68,9	69,4	66,0	61,8	66,2	66,2

1) Eigenmittel in vH der Sachanlagen. — 2) Von 1980 an Systematik der Wirtschaftszweige des Statistischen Bundesamtes Ausgabe 1979 (bis 1977 Ausgabe 1961).

Quelle: Jahresabschlüsse der Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland 1965-1981 (Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr. 5) sowie Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 38. Jahrg. Nr. 11, Nov. 1986 und 41. Jahrg. Nr. 11, Nov. 1989.

Tabelle 6

Kurzfristige Forderungen in vH der Bilanzsumme

	1965	1968	1971	1974	1977	1980 ¹⁾	1983	1986	1987
Verarbeitendes Gewerbe	19,9	23,3	25,5	27,5	27,7	28,1	30,0	30,4	29,9
Chemische Industrie	18,0	21,3	21,5	22,3	22,0	23,6	27,2	25,6	22,8
Herst. v. Kunststoffwaren	21,9	24,9	24,2	25,1	24,7	25,4	27,9	27,0	26,6
Steine und Erden	19,1	21,9	23,5	22,9	23,7	21,5	23,2	23,4	23,0
Eisenschaffende Ind.	13,8	18,7	22,0	26,0	22,4	27,0	25,9	24,5	23,6
NE-Metallerzeugung	23,0	24,5	22,0	27,0	23,7	27,9	28,5	27,6	29,0
Stahl- u. Leichtmetallbau	30,0	36,5	44,6	46,3	45,9	42,4	48,6	50,0	45,6
Maschinenbau	26,3	29,7	33,0	38,1	34,7	34,9	37,4	37,4	35,4
Straßenfahrzeugbau	15,2	17,6	18,6	20,5	24,2	23,7	26,3	25,8	25,8
Elektrotechnik	27,5	33,9	33,8	33,3	37,6	38,5	39,5	36,8	39,1
Herst. v. EBM-Waren	22,3	25,5	24,6	25,3	25,4	26,1	27,3	27,3	27,2
Holzbearbeitung	20,4	23,3	24,2	21,9	22,7	21,0	22,8	23,5	22,9
Holzverarbeitung	21,8	26,3	30,2	29,7	30,5	30,4	31,7	33,6	31,1
Papier- u. Pappeverarb.	18,4	20,1	21,9	20,0	22,8	23,5	24,6	25,4	25,0
Textilgewerbe	19,1	21,2	22,6	24,7	25,6	25,2	27,3	26,5	25,2
Bekleidungs-gewerbe	18,4	21,0	23,1	24,8	25,2	25,5	26,8	28,0	28,8
Ernährungsgewerbe	16,0	17,4	18,6	19,0	19,9	21,1	22,2	23,7	24,3
Baugewerbe	60,2	60,7	68,1	68,5	62,9	64,6	62,4	60,7	57,4
Großhandel	38,2	40,1	41,5	41,3	41,4	42,3	43,6	42,7	42,2
Einzelhandel	19,9	20,8	19,2	18,0	20,6	17,7	18,7	19,7	20,2
Alle Unternehmen	25,0	26,7	30,2	31,0	30,3	32,2	32,6	32,4	31,7

¹⁾ Von 1980 an Systematik der Wirtschaftszweige des Statistischen Bundesamtes Ausgabe 1979 (bis 1977 Ausgabe 1961).
Quelle: Jahresabschlüsse der Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland 1965-1981 (Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr. 5) sowie Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 38. Jahrg. Nr. 11, Nov. 1986 und 41. Jahrg. Nr. 11, Nov. 1989.

Tabelle 7

Kurzfristige Verbindlichkeiten in vH der Bilanzsumme

	1965	1968	1971	1974	1977	1980 ¹⁾	1983	1986	1987
Verarbeitendes Gewerbe	32,2	31,9	36,0	37,8	36,4	39,8	39,3	36,8	36,2
Chemische Industrie	18,1	18,5	20,8	23,8	21,2	24,9	25,3	22,5	21,3
Herst. v. Kunststoffwaren	35,8	37,4	38,3	37,6	38,6	44,0	44,2	40,4	42,1
Steine und Erden	32,3	30,1	35,0	34,6	31,7	34,1	33,9	31,9	32,2
Eisenschaffende Ind.	20,9	21,3	25,4	27,4	25,3	29,9	27,7	28,0	27,3
NE-Metallerzeugung	33,4	38,5	33,1	41,2	38,7	39,3	37,2	34,6	37,0
Stahl- u. Leichtmetallbau	50,2	51,2	59,2	63,2	59,1	60,3	63,6	63,9	62,7
Maschinenbau	38,1	34,5	43,8	47,8	45,9	48,5	47,4	46,0	45,1
Straßenfahrzeugbau	30,2	22,8	30,0	28,3	28,7	32,9	30,8	29,8	27,6
Elektrotechnik	29,6	30,8	35,1	36,4	37,2	39,3	41,4	38,0	37,3
Herst. v. EBM-Waren	32,7	31,6	33,5	37,6	34,3	38,8	38,4	38,2	39,2
Holzbearbeitung	39,6	39,7	44,2	44,8	44,1	45,1	47,8	45,7	47,0
Holzverarbeitung	39,0	40,9	45,7	48,1	45,1	49,6	48,7	51,4	53,0
Papier- u. Pappeverarb.	29,4	31,5	34,4	33,3	32,0	33,1	34,8	30,6	36,5
Textilgewerbe	35,7	36,6	40,9	43,4	42,2	44,9	44,0	39,9	40,1
Bekleidungs-gewerbe	39,2	40,2	45,6	48,8	49,0	56,1	52,5	53,0	52,6
Ernährungsgewerbe	39,7	39,9	41,2	41,1	41,4	44,5	45,2	42,8	42,7
Baugewerbe	66,7	64,2	73,3	74,3	69,0	74,0	71,9	71,2	70,7
Großhandel	56,7	57,1	59,3	60,7	61,8	64,2	64,7	62,1	61,5
Einzelhandel	46,9	44,1	44,5	46,5	48,8	55,2	55,6	55,4	57,6
Alle Unternehmen	38,0	36,8	42,1	42,7	41,0	46,7	45,6	43,2	42,8

¹⁾ Von 1980 an Systematik der Wirtschaftszweige des Statistischen Bundesamtes Ausgabe 1979 (bis 1977 Ausgabe 1961).

Quelle: Jahresabschlüsse der Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland 1965-1981 (Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr. 5) sowie Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 38. Jahrg. Nr. 11, Nov. 1986 und 41. Jahrg. Nr. 11, Nov. 1989.

Tabelle 8

Beteiligungen in vH der Bilanzsumme

	1965	1968	1971	1974	1977	1980 ¹⁾	1983	1986	1987
Verarbeitendes Gewerbe	5,2	6,6	6,6	6,7	6,9	7,3	7,2	8,3	8,6
Chemische Industrie	9,1	13,8	15,2	15,1	17,3	17,4	17,0	19,1	19,7
Herst. v. Kunststoffwaren	2,0	2,0	2,7	2,4	2,2	1,7	2,6	2,9	2,7
Steine und Erden	3,1	4,3	5,4	5,8	5,9	5,9	6,8	6,9	6,8
Eisenschaffende Ind.	11,6	11,3	11,0	10,6	11,7	12,1	10,9	10,1	10,9
NE-Metallerzeugung	8,6	10,2	14,0	11,1	10,2	10,7	13,5	14,0	16,2
Stahl- u. Leichtmetallbau	1,8	2,0	1,5	1,7	2,3	2,5	1,6	1,5	1,5
Maschinenbau	3,0	5,2	4,7	4,8	5,5	5,8	5,5	5,5	5,6
Straßenfahrzeugbau	2,7	3,6	4,9	5,6	4,4	6,1	6,0	9,2	8,8
Elektrotechnik	7,1	9,1	7,5	7,7	7,4	6,8	7,2	8,6	8,9
Herst. v. EBM-Waren	1,4	1,9	2,0	2,0	1,7	2,1	2,3	2,7	2,5
Holzbearbeitung	3,8	3,2	2,2	1,6	1,4	2,0	2,1	2,4	3,0
Holzverarbeitung	1,2	0,9	1,1	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0
Papier- u. Pappeverarb.	1,1	2,0	1,9	3,4	5,5	3,7	4,8	3,3	3,5
Textilgewerbe	2,2	2,4	3,1	3,4	3,0	4,1	3,8	3,2	3,3
Bekleidungs-gewerbe	3,3	1,6	2,0	2,4	1,7	1,4	1,9	1,8	2,0
Ernährungsgewerbe	1,9	2,7	3,3	3,8	3,5	3,4	4,2	4,9	4,7
Baugewerbe	0,6	0,8	0,7	0,9	0,9	0,8	1,3	1,2	1,1
Großhandel	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0	2,9	3,0	3,5	3,7
Einzelhandel	1,8	2,0	1,8	1,8	1,8	2,2	2,6	2,7	3,3
Alle Unternehmen	4,6	5,6	5,2	5,2	5,5	5,4	5,8	6,5	6,7

¹⁾ Von 1980 an Systematik der Wirtschaftszweige des Statistischen Bundesamtes Ausgabe 1979 (bis 1977 Ausgabe 1961).

Quelle: Jahresabschlüsse der Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland 1965-1981 (Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr. 5) sowie Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 38. Jahrg. Nr. 11, Nov. 1986 und 41. Jahrg. Nr. 11, Nov. 1989.

Tabelle 9

Wertpapiere in vH der Bilanzsumme

	1965	1968	1971	1974	1977	1980 ¹⁾	1983	1986	1987
Verarbeitendes Gewerbe	1,3	0,9	0,8	1,0	1,9	1,9	2,9	3,6	3,6
Chemische Industrie	1,4	0,9	0,7	0,9	1,0	0,8	1,0	4,1	4,5
Herst. v. Kunststoffwaren	0,3	0,2	0,4	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,4
Steine und Erden	0,7	0,7	0,6	0,4	0,5	1,0	1,6	1,6	1,7
Eisenschaffende Ind.	0,6	0,6	0,3	0,2	0,3	0,4	0,1	0,3	0,3
NE-Metallerzeugung	2,2	2,1	1,1	1,6	3,3	2,2	2,5	4,9	5,2
Stahl- u. Leichtmetallbau	1,8	2,3	0,9	0,8	1,7	2,4	3,6	7,3	5,6
Maschinenbau	2,0	1,3	1,1	0,7	1,5	1,7	2,0	2,5	2,2
Straßenfahrzeugbau	0,5	0,7	1,0	0,9	3,0	4,5	8,4	5,1	5,0
Elektrotechnik	3,8	1,9	1,9	3,2	6,9	5,7	8,5	9,8	9,1
Herst. v. EBM-Waren	0,6	0,8	0,7	0,4	0,4	0,4	0,6	0,7	0,7
Holzbearbeitung	0,4	0,2	0,1	0,1	1,1	0,2	0,1	0,1	0,0
Holzverarbeitung	0,3	0,3	0,2	0,1	0,3	0,2	0,3	0,1	0,1
Papier- u. Pappeverarb.	1,5	0,3	0,4	0,6	0,8	0,9	0,7	1,4	1,5
Textilgewerbe	0,9	0,8	0,7	0,5	0,4	0,6	0,6	1,0	0,9
Bekleidungs-gewerbe	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,1	0,5	0,7	0,4
Ernährungsgewerbe	0,7	0,5	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	0,7	0,8
Baugewerbe	0,3	0,3	0,2	0,4	1,0	1,1	2,0	1,9	2,0
Großhandel	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6
Einzelhandel	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,4	0,5	0,7	0,6
Alle Unternehmen	1,0	0,7	0,6	0,7	1,3	1,4	1,9	2,5	2,5

1) Von 1980 an Systematik der Wirtschaftszweige des Statistischen Bundesamtes Ausgabe 1979 (bis 1977 Ausgabe 1961).
Quelle: Jahresabschlüsse der Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland 1965-1981 (Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr. 5) sowie Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 38. Jahrg. Nr. 11, Nov. 1986 und 41. Jahrg. Nr. 11, Nov. 1989.

Tabelle 10

Rückstellungen in vH der Bilanzsumme

	1965	1968	1971	1974	1977	1980 ¹⁾	1983	1986	1987
Verarbeitendes Gewerbe	12,0	11,8	11,5	13,4	16,3	18,5	21,6	24,1	25,5
Chemische Industrie	13,0	12,6	11,0	14,4	17,8	21,6	25,1	29,9	31,2
Herst. v. Kunststoffwaren	9,5	8,2	8,8	9,8	10,6	11,4	12,6	14,8	14,7
Steine und Erden	11,3	11,7	11,9	12,6	15,1	17,2	20,3	22,6	23,4
Eisenschaffende Ind.	13,4	14,5	15,4	16,8	17,1	18,9	24,8	26,6	28,8
NE-Metallerzeugung	17,4	11,1	9,1	10,1	12,3	18,2	19,5	22,6	22,8
Stahl- u. Leichtmetallbau	10,8	10,7	9,0	8,5	10,4	12,6	14,8	15,2	15,7
Maschinenbau	14,7	14,9	12,6	13,2	17,2	18,3	20,0	21,4	21,7
Straßenfahrzeugbau	12,6	14,2	15,8	20,8	26,2	30,9	35,2	36,7	39,0
Elektrotechnik	18,7	19,2	17,8	20,5	22,4	25,0	28,0	29,8	31,7
Herst. v. EBM-Waren	9,2	8,2	9,0	9,6	12,2	13,6	15,3	15,8	16,2
Holzbearbeitung	6,5	6,2	6,3	5,5	5,7	8,2	7,7	8,9	8,7
Holzverarbeitung	6,1	5,9	6,2	5,9	7,3	7,3	7,7	8,3	9,0
Papier- u. Pappeverarb.	8,1	8,2	8,1	9,7	11,1	15,2	15,1	18,6	19,9
Textilgewerbe	8,5	8,1	7,5	7,9	9,6	11,6	12,8	15,6	15,9
Bekleidungs-gewerbe	5,4	5,9	5,5	5,9	7,8	6,8	8,4	9,6	9,9
Ernährungsgewerbe	7,3	7,8	8,4	9,4	11,0	11,1	12,1	13,9	15,1
Baugewerbe	5,9	6,1	5,6	6,1	7,3	7,0	8,2	9,5	9,5
Großhandel	4,3	4,2	4,8	5,1	5,4	6,6	6,9	7,8	8,5
Einzelhandel	4,1	3,8	4,5	4,8	5,7	5,4	5,8	6,8	6,9
Alle Unternehmen	9,9	9,9	9,7	11,1	13,5	14,5	17,0	19,4	20,6

1) Von 1980 an Systematik der Wirtschaftszweige des Statistischen Bundesamtes Ausgabe 1979 (bis 1977 Ausgabe 1961).
Quelle: Jahresabschlüsse der Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland 1965-1981 (Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr. 5) sowie Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 38. Jahrg. Nr. 11, Nov. 1986 und 41. Jahrg. Nr. 11, Nov. 1989.