

Schmidt, Reinhart

Working Paper — Digitized Version

Das Finanzierungsverhalten der Unternehmen in der Bundesrepublik

Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, No. 114

Provided in Cooperation with:

Christian-Albrechts-University of Kiel, Institute of Business Administration

Suggested Citation: Schmidt, Reinhart (1982) : Das Finanzierungsverhalten der Unternehmen in der Bundesrepublik, Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, No. 114, Universität Kiel, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/168600>

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.

Nr. 114

Das Finanzierungsverhalten
der Unternehmen in der Bundesrepublik

von
Reinhart | Schmidt

Juli 1982

Überarbeitete Fassung eines anlässlich der Tagung
"Die Eigenkapitallücke in der Bundesrepublik als
Wachstumshemmnis" am 23. März 1982 im Wissenschafts-
zentrum Bonn gehaltenen Vortrags

Copyright Reinhart Schmidt

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung
2. Vermögensbildung und Finanzierung
aus gesamtwirtschaftlicher Sicht
3. Betriebswirtschaftliche Bestimmungsgründe
des Finanzierungsverhaltens
4. Zum Finanzierungsverhalten der Unternehmen
seit 1965

Anmerkungen

Anhang: Tabellen und Abbildungen

1. Einleitung

Finanzierungsverhalten kann nicht ohne Investitionsverhalten analysiert werden. Denn die Kapitalbindung in Sach- und Geldvermögen unterschiedlichen Risikos und unterschiedlicher Fristigkeit bestimmt maßgeblich die Kapitalüberlassung in Form von Eigen- und Fremdkapital.

Wenn das Finanzierungsverhalten der Unternehmen in der Bundesrepublik seit Ende der sechziger Jahre untersucht werden soll, erscheint es zweckmäßig, die Investitions- und Finanzierungsaktivitäten der Unternehmen zunächst im Rahmen gesamtwirtschaftlicher Investitions- und Finanzierungsprozesse zu betrachten. In einem ersten Teil soll also ein Überblick über die Finanzierungsproblematik des nichtfinanziellen Sektors gegeben werden. Sodann soll auf die betriebswirtschaftlichen Bestimmungsgründe des Finanzierungsverhaltens eingegangen werden. Schließlich soll versucht werden, das Finanzierungsverhalten der deutschen Unternehmen seit 1965 zu erklären.

2. Vermögensbildung und Finanzierung aus gesamtwirtschaftlicher Sicht

Umfangreiches Datenmaterial über Vermögensbildung und Finanzierung der deutschen Wirtschaft wird von der Deutschen Bundesbank in Form der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung veröffentlicht. Dieses Datenmaterial ist in Tabelle 1 des Anhangs zu einer komprimierten Mittelherkunfts- und Mittelverwendungsrechnung aufbereitet worden, wobei die Stromgrößen von vier Jahren jeweils zusammengefaßt wurden, so daß über vier Vierjahreszeiträume berichtet wird, die übrigens den Wahlperioden des Deutschen Bundestages in etwa entsprechen.

Bei der Mittelherkunft wird zwischen Ersparnis und Vermögensübertragung einerseits sowie Kreditaufnahme und Aktienemissionen andererseits unterschieden. Die Mittelverwendung wird in Sachvermögensbildung und Geldvermögensbildung unterteilt.

Die einzelnen volkswirtschaftlichen Sektoren, nämlich private Haushalte, Wohnungswirtschaft, Unternehmen, Staat einschließlich Sozialversicherung, Ausland sowie die finanziellen Sektoren hatten bei der Vermögensbildung und ihrer Finanzierung seit 1965 eine unterschiedliche Bedeutung. Während die Wohnungswirtschaft und die Unternehmen schon immer einen Saldo zwischen Sachvermögensbildung und Ersparnis durch Kreditaufnahme oder Aktienemissionen decken mußten, fällt auf, daß der Staat in den Jahren 1973 bis 1980 eine Finanzierungslücke in Höhe von 254 Mrd. DM verursacht hat. Diese Lücke mußte über Kredite geschlossen werden. Die Kreditaufnahme des staatlichen Sektors konkurriert also immer stärker mit der Kreditaufnahme der Unternehmen und der Wohnungswirtschaft - mit entsprechenden Folgen für die Zinsentwicklung.

Weiter ist erkennbar, daß die Unternehmen in den Jahren 1973 bis 1980 verstärkt Geldvermögen gebildet haben. Während die Geldvermögensbildung in dem Zeitraum 1965 bis 1972 ungefähr die Hälfte der Sachvermögensbildung ausmachte, stieg dieser Anteil in den Jahren 1973 bis 1980 auf fast 75 %.

Außerdem erkennt man den Einbruch der Selbstfinanzierung im Unternehmensbereich in den Jahren 1973 bis 1976 - verbunden mit einem entsprechenden Rückgang der Nettoinvestitionen um fast 60 Mrd. DM gegenüber dem vorherigen Zeitraum. Dabei ist zu beachten, daß es sich um Nominalgrößen handelt, so daß der reale Rückgang noch stärker gewesen ist.

Der Unternehmenssektor (ohne Wohnungswirtschaft) soll nun näher im Hinblick auf Investitions- und Finanzierungsaktivitäten untersucht werden. Dazu ist in Tabelle 2 des Anhangs eine Aufbereitung des Datenmaterials der Deutschen Bundesbank so vorgenommen worden, daß die relative Entwicklung verschiedener Vermögensbildungs- und Finanzierungsformen von 1968 bis 1980 verfolgt werden kann. Dafür wurde die gesamte Vermögensbildung bzw. Finanzierung eines Jahres gleich 100 % gesetzt. Die Finanzierungsseite wurde in Abweichung von der Aufstellung der Bundesbank nach betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten gegliedert, so daß Innenfinanzierung, Beteiligungsfinanzierung sowie Fremdfinanzierung getrennt ausgewiesen werden.

Die schon gemachte Feststellung, daß die Geldvermögensbildung im Unternehmenssektor zugenommen hat, wird für die Jahre 1974 bis 1978 bestätigt, teilweise - so 1975 und 1976 - lag sie sogar höher als die Nettoinvestitionen im Bereich des Sachvermögens. Allerdings ist 1979 und 1980 ein deutlicher Anstieg der Nettoinvestitionen zu Lasten der Geldvermögensbildung zu erkennen.

Auf der Finanzierungsseite fällt auf, daß die Fremdfinanzierungsquote in den Jahren 1969 bis 1974 recht hoch gewesen ist und daß danach die verdienten Abschreibungen als Finanzierungsquelle verstärkt an Bedeutung gewonnen haben. Bei der Fremdfinanzierung haben die Banken vor allem in der ersten Hälfte der siebziger Jahre eine bedeutende Rolle gespielt.

Zwecks Dokumentation sind in Tabelle 3 des Anhangs auch die entsprechenden Absolutzahlen für die Vermögensbildung und ihre Finanzierung von 1968 bis 1980 wiedergegeben.

3. Betriebswirtschaftliche Bestimmungsgründe des Finanzierungsverhaltens

Finanzierungsverhalten ist wie jedes rationale Verhalten einer Unternehmensleitung zielabhängig. Innerhalb des Zielsystems kommt der Forderung nach Aufrechterhaltung des finanziellen Gleichgewichts (1) höchste Priorität zu, da die Liquidität Existenzvoraussetzung für ein Unternehmen bildet. In marktwirtschaftlich gestalteten Wirtschaftssystemen hat daneben die Forderung nach Rentabilität einen hohen Stellenwert. Die betriebswirtschaftlichen Bestimmungsgründe des Finanzierungsverhaltens sind daher vor allem in den Liquiditäts- und Rentabilitätswirkungen der verschiedenen Finanzierungsformen zu sehen. Finanzierungsentscheidungen beziehen sich auf zukünftige Zahlungsströme, d. h. die Unsicherheit der Erwartungen über die zukünftigen Werte macht das Entscheidungsproblem noch komplexer: Die Risikoneigung des jeweiligen Unternehmers ist zu berücksichtigen.

Von der Unternehmenspraxis sind nun sog. Finanzierungsregeln aufgestellt worden, um dem Unternehmer die Finanzierungsentscheidungen zu erleichtern. Solche Finanzierungsregeln betreffen:

- die Struktur der Passivseite der Bilanz
(vertikale Finanzierungsregeln)
- das Verhältnis von Nettoverschuldung zu Cash-flow
(dynamische Verschuldungsregel)
- die Beziehungen zwischen Aktivseite und Passivseite der Bilanz
(horizontale Finanzierungsregeln).

Die Problematik dieser Finanzierungsregeln liegt darin, daß sie sich widersprechen können. Sie sind außerdem zu allgemein formuliert, um den Besonderheiten von Branche, Rechtsform, Größe, Investition und Risiko entsprechen zu können. So ist empirisch nachgewiesen worden, daß der statische Verschuldungsgrad, also das Verhältnis zwischen Fremdkapital und Gesamtkapital, als branchenabhängig angesehen werden muß (2). Außerdem besteht offenbar ein Größeneinfluß in bezug auf die Zusammensetzung des Fremdkapitals (3). Es verwundert daher nicht, daß viele Unternehmen gegen die "Finanzierungsregeln" verstoßen (4). Interessant ist jedoch, daß der Anteil der Aktiengesellschaften, die solche Finanzierungsregeln nicht einhalten, seit 1960 ~~trendmäßig~~ angestiegen ist (5). Dies macht eine Diskussion einzelner Bestimmungsgründe des Finanzierungsverhaltens erforderlich, wobei auf eine Zeitabhängigkeit von Einflußgrößen besonders zu achten ist.

Bei gegebenem Kapitalbedarf dient das Kapitalkostenkonzept dazu, die Kapitalstruktur optimal zu gestalten. Kapitalkosten sind die Renditeforderungen der Eigen- und Fremdkapitalgeber. Bei der Ermittlung sind sämtliche Ausgaben einzubeziehen, die bei der Aufnahme und mit dem Einsatz von Kapital getätigt werden müssen. Dazu gehören auch die Steuern. Eine Änderung des steuerlichen Belastungsverhältnisses von Eigen- und Fremdkapital wird also ceteris paribus zu Änderungen der Kapitalstruktur führen (6).

...

Bei dem Ansatz der Eigenkapitalkosten wird davon ausgegangen, daß Firmen den Marktwert des Kapitals der Anteilseigner maximieren. Dem entspricht eine Minimierung der Kapitalkosten aus Sicht der Firma. Die Eigenkapitalkosten werden durch die Ausschüttungsforderungen der Anteilseigner unter Berücksichtigung von Steuern bestimmt. Die Ausschüttung wird dabei auf den Kurswert der Anteile bezogen. Über eine Veränderung des Kurses verändern sich folglich die Eigenkapitalkosten. Steigen die Gewinnerwartungen, so erhöhen sich die Kurse, und damit sinken die Eigenkapitalkosten. Umgekehrt lassen pessimistische Gewinnerwartungen die Kurse fallen und erhöhen somit die Eigenkapitalkosten. Veränderungen in den Gewinnerwartungen werden also zu einer Änderung der Eigenkapitalquote führen.

Die Gültigkeit dieses Kapitalkostenansatzes ist für die Wahl zwischen den drei Kapitalkategorien Eigenkapital, langfristiges Fremdkapital und kurzfristiges Fremdkapital empirisch nachgewiesen worden (7).

Bisher wurde von einem gegebenen Kapitalbedarf ausgegangen. Bei einem für eine wachsende Wirtschaft typischen Wachstum des Kapitalbedarfs ist zu fragen, wie der zusätzliche Kapitalbedarf finanziert werden soll. Liegt die Investitionsrendite über den Fremdkapitalkosten, so steigert jede zusätzliche DM Fremdkapital die Rentabilität des Eigenkapitals. Diese Wirkung wird als Hebelwirkungseffekt des Fremdkapitals (Leverage-Effekt) bezeichnet. Eine Wachstumsfinanzierung kann also bei positiven Erwartungen über die Investitionsrendite zu mehr Fremdkapital führen. Werden jedoch die Erwartungen über die Beziehungen zwischen Investitionsrendite und Fremdkapitalkosten nicht erfüllt, dann entsteht ein negativer Hebelwirkungseffekt, die Eigenkapitalrendite geht also zurück. Dies kann nicht nur durch eine Überschätzung der Investitionsrendite, sondern auch durch eine Unterschätzung des Zinsniveaus verursacht werden (8). Bei Unsicherheit über die Investitionsrenditen und über das Zinsniveau geht von einer niedrigen Eigenkapitalquote also eine besondere Gefahr für die Eigenkapitalrentabilität aus.

Kapitalkostenkonzept und Hebelwirkungseffekt des Fremdkapitals orientieren sich an einer der beiden vorherrschenden Zielgrößen, nämlich an der Rentabilität. Die Liquidität wird nicht betrachtet. Die bisherige Finanzierungstheorie hat sich zu stark nur mit der einfachen Strukturierung des Kapitals beschäftigt und dabei die von der Aktivseite der Bilanz ausgehende Fristenproblematik vernachlässigt. Das sog. Separationstheorem, nach dem die Finanzierungsstruktur unabhängig von der Aktivseite betrachtet werden kann, muß aufgrund mehrerer empirischer Untersuchungen als irrelevant für die Unternehmenspraxis bezeichnet werden (9). Die Kapitalüberlassung wird nämlich wesentlich von der Zusammensetzung der Aktivseite der Bilanz bestimmt. So wird auch verständlich, warum die Unternehmen verstärkt eine integrierte Bilanz-, Erfolgs- und Finanzplanung auf Basis von Planungsmodellen betreiben: weil sie nur so die Rentabilitäts- und die Liquiditätswirkung von Finanzierungsmaßnahmen zusammen in Griff bekommen können. Ein in jüngster Zeit von einer Großbank neu aufgenommenes Serviceangebot, nämlich ein Computerprogramm zur Bilanzplanung, unterstreicht die Notwendigkeit einer Unternehmensplanung auch für Finanzierungsfragen (10).

Nach den theoretischen Erörterungen zur Unternehmensfinanzierung stellt sich die Frage, ob überhaupt eine Eigenkapitallücke existieren kann. Denn bei einem funktionierenden Kapitalmarkt dürfte es aufgrund möglicher Anpassungen keine Eigenkapitallücke geben. Nun gibt es aber nicht den Kapitalmarkt, sondern unterschiedliche Märkte, die sich vor allem durch Rechtsform und Publizitätsanforderungen unterscheiden. Zu einer Eigenkapitallücke kann es erstens kommen, wenn bestimmte Unternehmen nicht an den organisierten Kapitalmarkt gehen, weil die Emissionskosten zu hoch oder die Zulassungsanforderungen zu restriktiv erscheinen oder weil die Banken bei Aktienemissionen mit Ausschluß des Bezugsrechts eher für niedrige Emissionskurse zu plädieren scheinen.

Zweitens kann eine Eigenkapitallücke entstehen, wenn Unternehmen aus Gründen der Publizität oder der Mitbestimmung bestimmte Rechtsformen meiden. In gleicher Weise wirkt ein Herr-im-Haus-Standpunkt der bisherigen Anteilseigner.

Von einer Eigenkapitallücke muß schließlich auch gesprochen werden wenn Kapitalstrukturen aufgrund starker Fremdfinanzierung in der Vergangenheit so beschaffen sind, daß riskantere Investitionen auf einer solchen Basis nicht finanziert werden können. (Zusätzliches) wirtschaftliches Wachstum wird aber gerade von den besonders riskanten Produktinnovationen getragen. Hat man also eine geringe Eigenkapitalquote, wird man die heute erforderlichen risikoreicheren Investitionen gar nicht mehr wagen.

4. Zum Finanzierungsverhalten der Unternehmen seit 1965

Für eine empirische Analyse des Finanzierungsverhaltens deutscher Unternehmen steht unterschiedliches Datenmaterial zur Verfügung. Das umfangreichste Material wird im Rahmen der Statistik über Jahresabschlüsse durch die Deutsche Bundesbank verarbeitet. Daneben existiert die Statistik über die Jahresabschlüsse der Aktiengesellschaften, die vom Statistischen Bundesamt aufbereitet wird. Schließlich werden von Banken und wissenschaftlichen Instituten Jahresabschlußdaten erhoben und analysiert. Das Datenmaterial der Bundesbank weist den Vorteil auf, daß Aussagen für den gesamten Unternehmenssektor, also ohne Beschränkung auf bestimmte Rechtsformen, gemacht werden können. Die Zahlen für den Unternehmenssektor werden dabei über Hochrechnungen von der Bundesbank geschätzt. Eine Verzerrung im Vergleich zur Gesamtheit der Unternehmen kann sich nicht nur durch das Hochrechnungsverfahren, sondern auch dadurch ergeben, daß das Datenmaterial der Bundesbank nur Jahresabschlüsse von Firmen mit rediskontfähigen Wechseln enthält. Dennoch erscheint die Jahresabschlußstatistik der Bundesbank für eine Analyse des gesamten nichtfinanziellen Unternehmenssektors am besten geeignet zu sein, diese Statistik wird deshalb im folgenden herangezogen.

Wenn man aus aggregierten Daten wie denen der Bundesbank Verhältniszahlen bilden will, kann man nur gewogene Durchschnitte berechnen. Dies bedeutet, daß die Großunternehmen die Struktur stark beeinflussen.

Bei der Bildung von Bilanzkennzahlen ergeben sich fast immer unterschiedliche Definitionsmöglichkeiten. Gerade bei der Messung der Eigenkapitalquote bzw. des Verschuldungsgrades tritt eine ganze Reihe von Problemen auf:

- Nichtberücksichtigung stiller Reserven
- unterschiedliche Bildung von Pensionsrückstellungen
- Behandlung von Sonderposten mit Rücklageanteil
- Behandlung von eigenkapitalähnlichen Mitteln, insbesondere von Gesellschafterdarlehen
- von Inhabern gegebene private Bürgschaften
- Verzerrung durch Betriebsaufspaltungen
- Einfluß von Leasing auf die Bilanzstruktur.

Diese Fülle von problematischen Punkten erschwert vor allem einen Querschnittsvergleich für ein gegebenes Jahr, insbesondere einen internationalen Kapitalstrukturvergleich. Im folgenden wenden wir uns jedoch dem Zeitvergleich seit 1965 zu, wobei die genannten problematischen Punkte weniger stark von Bedeutung sein dürften.

In den Abbildungen 1 bis 4 des Anhangs wird die Entwicklung verschiedener Kennzahlen für die Jahre 1965 bis 1979 graphisch veranschaulicht. Dazu können folgende Feststellungen getroffen werden:

1. Die Eigenkapitalquote ist stark zurückgegangen, nämlich von 30 % im Jahre 1965 auf unter 22 % im Jahre 1979 (Abbildung 1). Dieser Trend dürfte sich 1980 und 1981 fortgesetzt haben. Dazu ist - was aus der Graphik nicht ersichtlich ist - zu bemerken, daß kleine Unternehmen relativ besser mit Eigenkapital ausgestattet sind, daß aber auch bei diesen Unternehmen die Eigenkapitalquote trendmäßig rückläufig ist (11). Besonders gefährdet durch geringes Eigenkapital erscheinen nach einer Untersuchung von Creditreform die mittleren Unternehmen.

2. Der dynamische Verschuldungsgrad - hier gemessen durch das Verhältnis von Verbindlichkeiten zu Cash-flow - ist seit 1967 stark angestiegen, allerdings haben die Unternehmen nach 1975 eine Stabilisierung auf hohem Niveau erreichen können (Abbildung 2).
3. Sowohl die Anlagenintensität als auch die Sachanlagenintensität sind seit 1967 kontinuierlich gefallen (Abbildung 3). Entsprechend ist die Geldvermögensintensität angestiegen (12). Die Abnahme der Anlagenintensität und die Zunahme bei dem kurzfristig liquidierbaren Geldvermögen deuten darauf hin, daß die Unternehmen sich durch eine Änderung der Vermögenszusammensetzung an steigende Risiken anpassen. Weniger riskante Vermögensstrukturen und stärkeres Mitspracherecht der Banken bei Investitionsentscheidungen sind die Antwort auf gesunkene Eigenkapitalquoten. Aufgrund dieser Entwicklung muß insofern von einer Eigenkapitallücke gesprochen werden, als die für das Wachstum erforderlichen innovativen Investitionen wohl nicht mit diesen Kapitalstrukturen und diesen Einstellungen zum Risiko durchgeführt werden können.
4. Die Deckung der Sachanlagen und auch des gesamten Anlagevermögens durch Eigenkapital ist seit 1968 stark gesunken (Abbildung 4). Andererseits sind die langfristigen Investitions- und Finanzierungsrelationen aber dadurch unverändert geblieben, daß verstärkt langfristiges Fremdkapital (an Stelle von Eigenkapital) aufgenommen wurde (Abbildung 4).

Um zu den Ursachen der geschilderten Entwicklungen vorzustoßen, kann man die Renditeentwicklung in der Industrie mit der Entwicklung der Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere vergleichen. Der Abbildung 5 des Anhangs entnimmt man, daß die Gesamtkapitalrendite vor Zinsen und Steuern seit 1965 von über 17 % auf ca. 12 % in den letzten Jahren gesunken ist. Dagegen ist die Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere bis Mitte der siebziger Jahre und nach 1978 stark gestiegen. Bei der Eigenkapitalrentabilität hat sich der Renditeverfall weniger stark gezeigt, weil die Verschuldung angestiegen ist und insgesamt der Hebelwirkungseffekt des Fremdkapitals ausgenutzt werden konnte.

Fragt man nach den Gründen für den Renditeverfall, so könnte man zunächst theoretisch annehmen, die Risiken seien im Zeitablauf gesunken, so daß die Kapitalgeber der Industrie niedrigere Renditen hingenommen haben könnten. Schlüssige Untersuchungen über die Entwicklung des leistungswirtschaftlichen Risikos in der Bundesrepublik gibt es jedoch bisher nicht (13).

Es ist wohl eher anzunehmen, daß das leistungswirtschaftliche Risiko insgesamt gestiegen ist, was nicht ausschließt, daß es in bezug auf einige Branchen Unterschiede geben kann (14).

Eine wohl stichhaltige Begründung für den Renditeverfall kann man erhalten, wenn man die Verteilung des von den Unternehmen erzielten Einkommens an Arbeitnehmer, Fremdkapitalgeber, Staat, Unternehmen und Anteilseigner verfolgt. In den Tabellen 4 bis 8 des Anhangs ist die relative Aufteilung eines um die Abschreibungen erhöhten Einkommens (Bruttoeinkommen) dargestellt, und zwar für alle Unternehmen des nichtfinanziellen Sektors (Tabelle 4) sowie für einzelne Untersektoren (Tabellen 5 bis 8).

Aus Tabelle 4 ergibt sich:

1. Die Personalaufwandsquote ist seit 1965 von 55,6 % bis 1979 auf 66,5 % gestiegen.
2. Der Anteil von Jahresüberschuß und Steuern ist seit 1965 von 28,8 % bis 1979 auf 18,4 % gesunken.
3. Der Anteil der Abschreibungen ist bis 1977 rückläufig, was auf eine Veralterung des Produktionsapparates hindeutet.
4. Der Anteil der Fremdkapitalzinsen schwankt in Abhängigkeit vom Zinsniveau.

In den Untersektoren "Verarbeitendes Gewerbe", "Baugewerbe", "Großhandel" und "Einzelhandel" zeigen sich insgesamt gleiche Tendenzen. Damit wird wohl deutlich, daß es die pessimistischen Gewinnerwartungen sind, die zu einer immer stärkeren Weigerung der Kapitalgeber geführt haben, ihr Kapital als Eigenkapital zur Verfügung zu stellen.

Lohnpolitik und Vertrauen in die Wirtschaftspolitik sind letztlich die entscheidenden Determinanten, die Investitionen anregen oder behindern und damit auch über die Bereitstellung von Risikokapital entscheiden. Wenn solches Kapital auch über eine Beteiligung der Mitarbeiter am Produktivvermögen zur Verfügung gestellt wird, erhält man nicht nur mehr Risikokapital, sondern man fördert auch die Einsicht, daß Eigenkapital als Risikoträger sich besser als ein Rentenpapier verzinsen muß. Eine Anzeige des Bundesverbandes deutscher Banken nimmt diese Erklärung wohl auf: "Wer keine Geschäfte macht, kann auch niemanden mehr beschäftigen." Wir können sinngemäß ergänzen: "Wer nichts gewinnen kann, wird nichts wagen."

Anmerkungen

- (1) Vgl. dazu Gutenberg, E.: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Band III: Die Finanzen. Berlin - Heidelberg - New York 1969, S. 272 ff.
- (2) Vgl. für die Bundesrepublik Schmidt, R.: Determinants of Corporate Debt Ratios in Germany. In: Brealey, R., und G. Rankine (Hrsg.): European Finance Association 1975 Proceedings, Amsterdam - New York - Oxford 1976, S. 314 f.
- (3) Vgl. ebenda, S. 319.
- (4) Vgl. die empirischen Untersuchungen von Albach, H.: "Finanzierungsregeln" und Kapitalstruktur der Unternehmung. In: Christians, F.W. (Hrsg.): Finanzierungs-Handbuch, Wiesbaden 1980, S. 393 - 416.
- (5) Vgl. ebenda, S. 401.
- (6) Vgl. den Belastungsvergleich bei Bierich, M.: Mehr Wachstum durch Stärkung der Eigenkapitalausstattung und Ausbau der Vermögensbildung. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 49 (1979), S. 237.
- (7) Vgl. Geisen, B.: Das Finanzierungsverhalten deutscher Industrieaktiengesellschaften. Diss. Bonn 1979, S. 376 ff.
- (8) Vgl. den empirischen Nachweis bei Albach, H., B. Geisen und Th. Scholten: Rate of Return on Equity and Capital Structure - The Negative Leverage-Effect. In: Geld und Onderneming, Festschrift für C.F. Scheffer. Leiden 1976, S. 159 ff.

- (9) Vgl. die Ergebnisse bei Schmidt, R.: a.a.O., S. 320 ff.; Stowe, J.D., C.J. Watson und T.D. Robertson: Relationships Between the Two Sides of the Balance Sheet: A Canonical Correlation Analysis. In: Journal of Finance 25 (1980), S. 973 ff.; Uhler, H.: Zur Unabhängigkeit von Investitions- und Kapitalstrukturentscheidungen. Ein Test der Modigliani-Miller-These (Theorem III). In: Wirtschaftspolitische Blätter 3/1981, S. 21 ff.
- (10) Vgl. dazu auch Schmidt, R.: Modellgestützte Generierung von Planbilanzen mit PLASMA. In: Stahlknecht, P. (Hrsg.): Online-Systeme im Finanz- und Rechnungswesen. Berlin - Heidelberg - New York 1980, S. 201 ff.
- (11) Vgl. die Untersuchung der IHK Koblenz: "Die Eigenkapitalquote sinkt stetig". Koblenz 1980. Vgl. für Großbritannien auch Marsh, P.: The Choice between Equity and Debt: An Empirical Study. In: Journal of Finance 37 (1982), S. 121 ff., hier S. 138.
- (12) Diese Entwicklung hat auch 1980 angehalten. Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank 11/1981, S. 21.
- (13) Vgl. Ergebnisse von Geisen, B.: a.a.O., S. 396.
- (14) Vgl. zur Problematik von Branchenvergleichen des leistungswirtschaftlichen Risikos Smith, D., und R.E. Markland: Measurement of Business Risk for Inter-Industry Comparisons. In: Financial Management 1981, Summer, S. 49 ff. Vgl. auch den Vergleich von Deutschland mit Frankreich bei Kienast, P.: Le comportement financier des entreprises allemandes et françaises: une étude empirique. In: Revue de l'Association Française de Finance 1981, S. 35 ff.

TABELLE 1: VERMÖGENSBILDUNG UND IHRE FINANZIERUNG IN MRD. DM

ZEITRAUM	MITTELHERKUNFT				MITTELVERWENDUNG				SALDO			
	1965 - 68	1969 - 72	1973 - 76	1977 - 80	1965 - 68	1969 - 72	1973 - 76	1977 - 80	1965 - 68	1969 - 72	1973 - 76	1977 - 80
	<u>ERSPARNIS UND VERMÖGENS- ÜBERTRAGUNG</u>				<u>SACHVERMÖGENSBILDUNG</u>							
PRIVATE HAUSHALTE	138	228	341	384	-	-	-	-	138	228	341	384
WOHNUNGSWIRTSCHAFT	48	51	53	11	110	149	172	208	-62	-98	-119	-197
UNTERNEHMEN	70	76	53	164	119	206	147	261	-49	-130	-94	-97
STAAT EINSCHL. SOZ.VERS.	58	112	32	9	73	108	135	162	-15	4	-103	-151
AUSLAND	-16	-16	-54	13	-	-	-	-	-16	-16	-54	13
FINANZIELLE SEKTOREN	10	22	43	60	6	10	14	11	4	12	29	49
	<u>KREDITAUFNAHME UND AKTIENEMISSION</u>				<u>GELDVERMÖGENSBILDUNG</u>							
PRIVATE HAUSHALTE	7	26	27	63	145	255	368	447				
WOHNUNGSWIRTSCHAFT	63	97	119	204	1	-0	1	6				
UNTERNEHMEN	107	239	223	268	57	108	129	172				
STAAT EINSCHL. SOZ.VERS.	47	43	160	175	32	47	56	23				
AUSLAND	51	101	163	154	36	85	109	167				
FINANZIELLE SEKTOREN	228	422	542	717	233	434	571	767				

Quelle: Eigene Berechnungen nach Monatsberichten der Deutschen Bundesbank

TABELLE 2:

VERMOEGENSBILDUNG UND IHRE FINANZIERUNG 1968 - 1980 :
 PROZENTUALE ANTEILE AN DER GESAMTEN VERMOEGENSBILDUNG

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
1. VERMOEGENSBILDUNG													
NETTO-INVESTITIONEN	37.0	41.9	43.2	40.1	35.6	37.6	24.5	15.0	22.1	24.0	25.4	35.2	34.1
ABSCHEIDUNGEN	45.6	41.6	39.8	43.3	43.5	48.3	55.4	62.8	52.9	53.4	50.3	47.6	50.2
1.1. BRUTTO-INVESTITIONEN	82.6	83.5	83.1	83.4	79.1	85.9	79.8	77.7	75.0	77.4	75.7	82.9	84.3
LAENGER. ANLAGE U. BANKEN	0.4	0.1	-0.2	0.2	0.4	0.0	0.0	0.9	0.4	0.2	0.2	-0.1	0.0
VERSICHR. U. HAUSPARKASSEN	1.1	1.1	0.9	1.2	1.3	1.4	1.1	0.8	0.4	0.4	0.8	0.8	0.6
ERWERB V. FESZVERZ. WERTP.	1.7	1.0	0.4	0.2	0.7	0.7	0.1	1.5	2.8	1.6	1.0	2.1	0.2
ERWERB VON AKTIEN	1.0	2.4	2.0	1.8	0.2	1.1	2.1	2.3	1.3	0.6	1.1	2.5	2.6
FINANZKREDITE AN DAS AUSLAND	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	1.1	2.9	3.3	3.7	2.0	2.6	3.1	3.7
HANDELSKREDITE AN DAS AUSLAND	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8	1.1	11.5	1.7	6.1	3.5	2.8	4.0	3.8
SONSTIGE ANLAGEN	0.9	2.3	2.0	2.1	0.5	0.2	0.5	0.1	0.1	0.2	0.0	-0.1	-0.3
AUß. IN SICHT- U. FERMINGUTH.	12.3	9.6	11.7	11.1	14.4	8.5	1.8	11.7	10.1	13.4	15.8	4.9	5.1
1.2. SELBSTERMOEGENSBILDUNG	17.4	16.5	16.9	16.6	20.9	14.1	20.2	22.3	25.0	22.6	24.3	17.1	15.7
VERMOEGENSBILDUNG INSGES.	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
2. FINANZIERUNG													
ABSCHEIDUNGEN	45.6	41.6	39.8	43.3	43.5	48.3	55.4	62.8	52.9	53.4	50.3	47.6	50.2
SELBSTFINANZIERUNG	25.2	15.0	16.3	12.4	11.2	10.2	3.0	0.2	3.5	5.2	18.0	15.7	9.7
2.1. EIGENFINANZIERUNG	70.9	56.7	56.1	55.7	54.8	58.5	58.4	63.0	56.5	58.0	68.3	63.3	59.5
AKTIENEMISSION	2.8	2.3	2.2	3.0	1.7	1.8	1.9	3.0	2.5	1.6	1.7	1.6	2.1
SELBST BETEILIGUNGSFINANZ.	2.7	3.9	4.1	3.5	4.0	5.1	6.1	7.1	8.2	8.1	7.4	7.1	7.2
2.2. BETEILIGUNGSFINANZIERUNG	5.4	6.1	6.3	6.5	5.7	6.8	8.0	10.1	10.7	9.6	9.1	8.7	9.3
AUßN. LAENGERERF. BANKKREDITE	9.7	14.8	13.2	16.0	18.2	11.2	9.9	15.5	12.3	12.0	11.3	10.7	8.5
GARDENEN V. VERS. U. HAUSPARK.	1.3	1.3	1.1	1.7	1.6	1.3	1.5	1.9	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5
EMISS. V. FESZVERZINSL. WERTP.	1.0	0.2	1.0	2.4	2.0	0.7	1.2	-0.6	0.2	0.5	-0.2	-1.1	0.3
FINANZKREDITE AUS DEM AUSLAND	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	7.6	3.5	4.3	3.2	7.9	0.7	-1.4	5.0
HANDELSKREDITE AUS DEM AUSLAND	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	2.8	3.9	4.6	2.9	1.4	1.0	1.3	1.9
SONSTIGE KREDITE	6.8	4.8	14.0	9.9	3.9	5.2	5.2	7.9	6.4	3.9	3.5	3.7	2.8
AUßN. KURZFRIST. BANKKREDITE	4.9	16.0	7.8	7.7	11.2	5.9	8.5	-6.7	6.3	4.4	4.7	11.3	10.3
2.3. FREMFINANZIERUNG	23.7	37.2	37.6	37.8	39.5	34.7	33.6	26.9	32.8	31.8	22.6	28.0	30.9
AUSSENFINANZIERUNG	29.1	43.3	43.9	44.3	45.2	41.5	41.6	37.0	43.5	41.4	31.7	36.7	40.2
FINANZIERUNG INSGESAMT	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

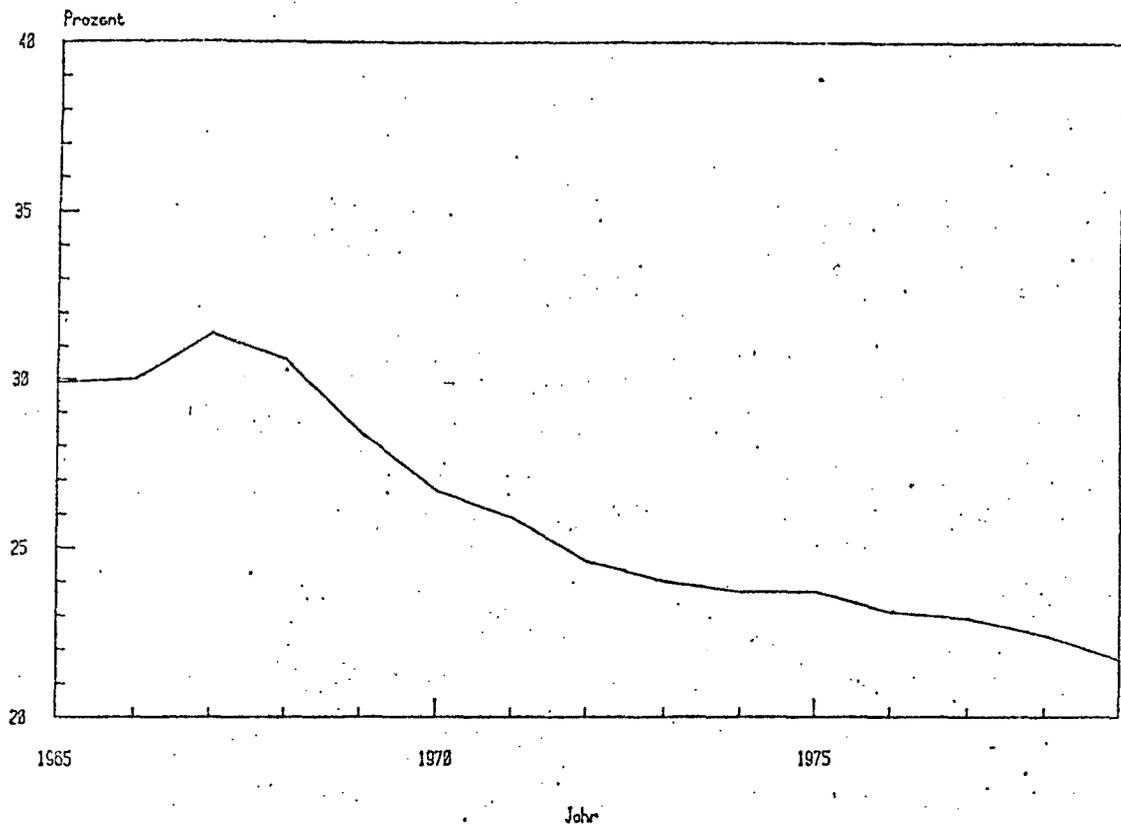
QUELLE : EIGENE BERECHNUNGEN NACH DEN MONATSBERICHTEN DER DEUTSCHEN BUNDESBANK

TABELLE 3: VERMOEGENSBILDUNG UND IHRE FINANZIERUNG 1968 - 1980 IN MRD. DM :

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
1. VERMOEGENSBILDUNG													
NETTO-INVESTITIONEN	36.9	51.0	64.0	61.8	59.4	62.1	39.5	20.6	38.6	44.2	53.3	64.4	65.4
ABSCHREIBUNGEN	45.5	50.7	58.9	66.9	72.5	79.6	89.4	86.3	92.5	98.6	105.3	114.1	125.5
1.1. BRUTTO-INVESTITIONEN	82.4	101.7	122.9	128.6	131.9	141.7	128.9	106.9	131.1	142.8	158.6	198.5	210.9
LANGEFR. ANLAGE B. BANKEN	0.4	0.1	-0.2	0.4	0.7	0.0	0.0	1.2	0.7	0.3	0.4	-0.3	0.0
VERSICH. U. BAUSPARKASSEN	1.1	1.4	1.3	1.8	2.2	2.3	1.8	1.2	0.7	0.8	1.6	1.9	1.5
ERWERB V. FEISVERZ. WERTP.	1.7	1.2	0.5	0.4	1.1	1.1	0.2	2.0	4.9	3.0	2.1	5.1	0.5
ERWERB VON AKTIEN	1.0	2.9	3.0	2.8	0.4	1.8	3.4	3.1	2.3	1.1	2.2	5.9	6.4
FINANZKREDITE AN DAS AUSLAND	0.0	0.0	0.0	0.0	2.5	1.9	4.8	4.6	6.5	4.8	5.5	7.5	9.3
HAENDLERKREDITE AN DAS AUSLAND	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	1.8	18.6	2.3	10.7	6.6	6.0	9.5	9.4
SONSTIGE ANLAGEN	0.9	2.8	3.0	3.2	0.9	0.4	0.8	0.1	0.2	0.4	0.1	-0.3	-0.6
AUF. IN SICHT- U. VERMINDERT.	12.3	11.7	17.4	17.2	24.0	14.0	2.9	16.1	17.7	24.8	33.1	11.8	12.8
1.2. GELDVERMUEGENSBILDUNG	17.4	20.1	25.1	25.6	34.8	23.2	32.6	30.6	43.8	41.7	50.9	41.0	39.3
VERMOEGENSBILDUNG INSGES.	99.8	121.8	148.0	154.3	166.7	164.9	161.5	137.5	174.9	184.5	209.5	239.6	250.2
2. FINANZIERUNG													
ABSCHREIBUNGEN	45.5	50.7	58.9	66.9	72.5	79.6	89.4	86.3	92.5	98.6	105.3	114.1	125.5
SELBSTFINANZIERUNG	25.2	18.3	24.2	19.1	18.8	16.8	4.9	0.3	6.2	9.5	37.8	37.6	24.2
2.1. INNENFINANZIERUNG	70.7	69.0	83.1	86.0	91.3	96.4	94.3	86.6	98.8	108.1	143.0	151.7	149.7
AKTIENDECKUNG	2.8	2.8	3.3	4.7	2.8	2.9	3.1	4.1	4.3	2.9	3.6	3.8	5.2
SONST. BETEILIGUNGSGEFINANZ.	2.7	4.7	6.1	5.3	6.7	8.3	9.8	9.8	14.4	14.9	15.5	17.0	18.1
2.2. BETEILIGUNGSFINANZIERUNG	5.4	7.5	9.3	10.0	9.5	11.2	12.9	13.9	18.7	17.8	19.1	20.8	23.3
AUFW. LANGEFR. BANKKREDITE	9.7	18.1	19.5	24.7	30.3	18.4	16.0	21.3	21.5	22.1	23.6	25.7	21.3
DARLEHEN V. VERS. U. BAUSPARK.	1.3	1.6	1.6	2.6	2.7	2.2	2.5	2.6	2.7	2.9	3.3	3.5	3.8
EMISS. V. FEISVERZINSL. WERTP.	1.0	0.3	1.5	3.8	3.3	1.2	1.9	-0.9	0.4	0.9	-0.5	-2.7	0.8
FINANZKREDITE AUS DEM AUSLAND	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	12.5	5.6	5.9	5.7	14.7	1.5	-3.4	14.0
HAENDLERKREDITE AUS DEM AUSLAND	0.0	0.0	0.0	0.0	2.4	4.6	6.3	6.4	5.1	2.7	2.1	7.9	4.6
SONSTIGE KREDITE	6.8	5.9	21.6	15.2	6.5	8.5	8.4	10.9	11.1	7.2	7.4	9.0	7.0
AUFW. KURZFRIST. BANKKREDITE	4.8	19.5	11.5	11.9	18.7	9.8	13.8	-9.2	11.0	8.1	9.9	27.0	25.7
2.3. FREIENFINANZIERUNG	23.7	45.3	55.6	58.3	65.9	57.3	54.3	37.0	57.4	58.6	47.4	67.0	77.3
AUSSENFINANZIERUNG	29.1	52.8	64.9	68.3	75.4	68.5	67.2	50.9	76.1	76.4	65.4	87.6	100.5
FINANZIERUNG INSGESAMT	99.8	121.8	148.0	154.3	166.7	164.9	161.5	137.5	174.9	184.5	209.5	239.6	250.2

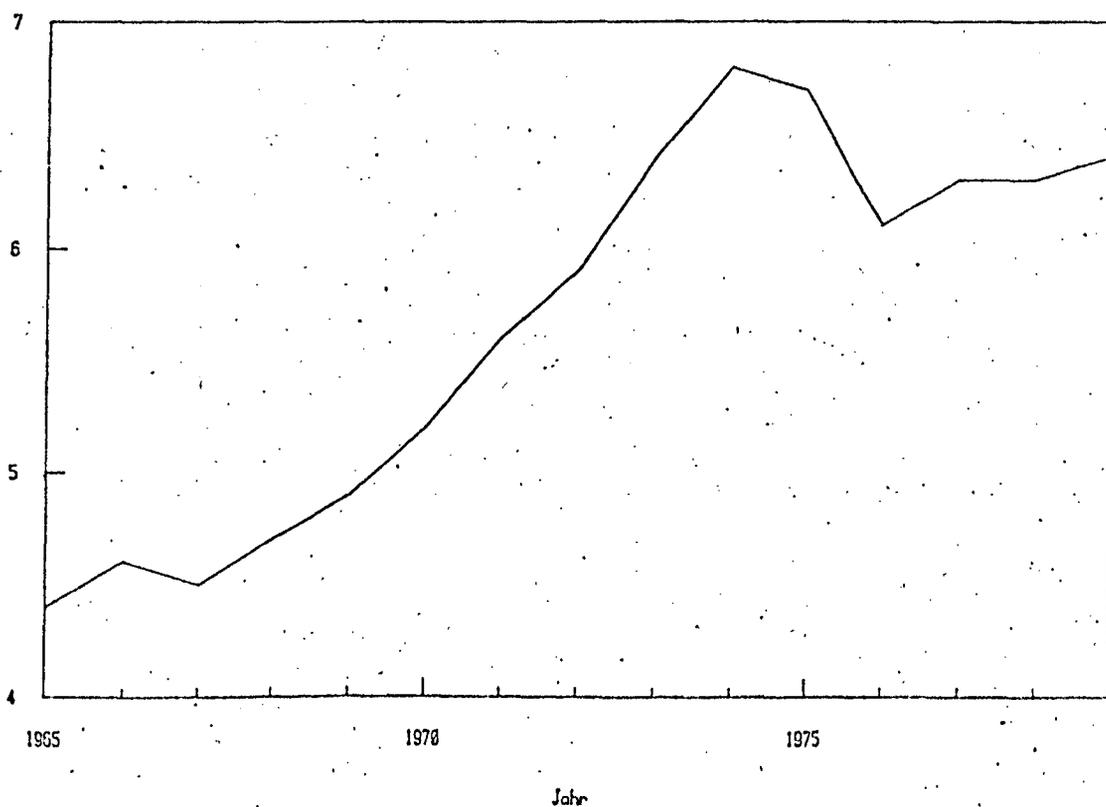
QUELLE : EIGENE BERECHNUNGEN NACH DEN MONATSBERICHTEN DER DEUTSCHEN BUNDESBANK

ABBILDUNG 1: Eigenkapitalquote 1965-1979



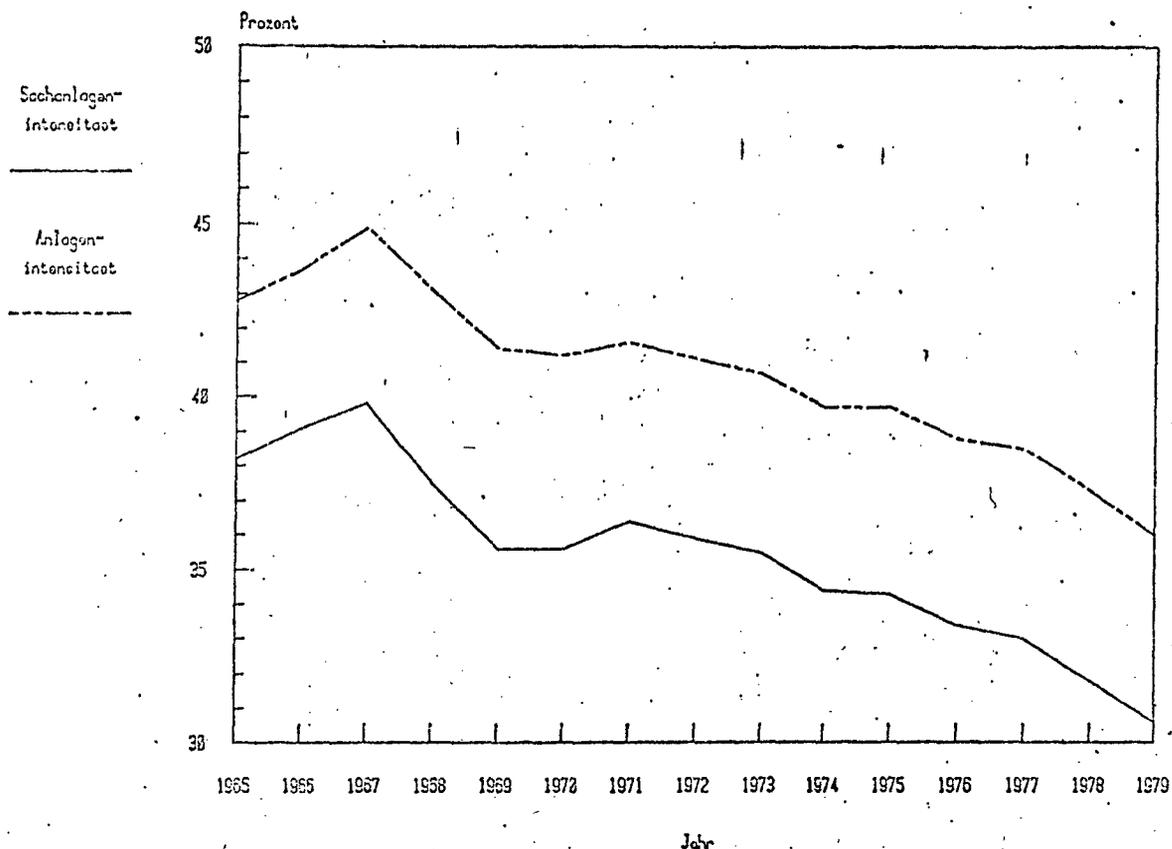
Quelle: Eigene Berechnungen nach der JA-Statistik der Deutschen Bundesbank

ABBILDUNG 2: Dynamischer Verschuldungsgrad 1965-1979
Verbindlichkeiten/Cash-flow



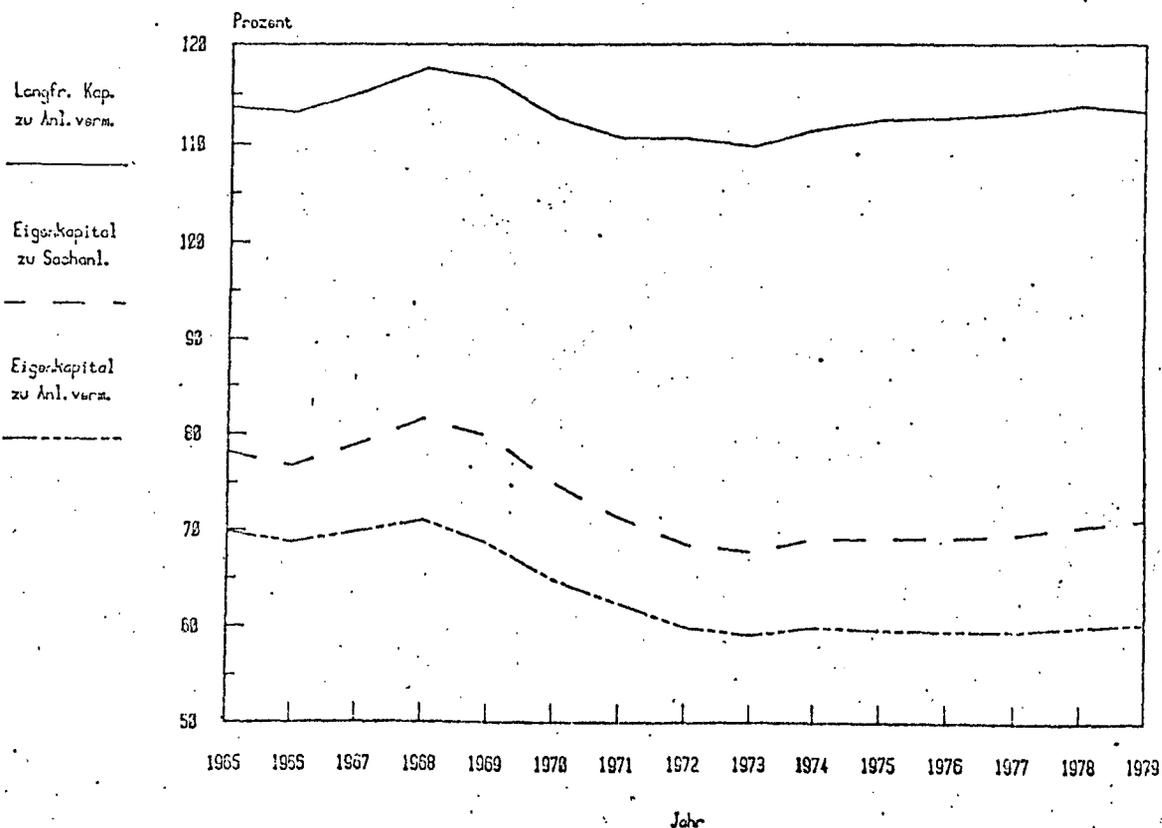
Quelle: Eigene Berechnungen nach der JA-Statistik der Deutschen Bundesbank

ABILDUNG 3: Vermoegensstruktur 1965 - 1979



Quelle: Eigene Berechnungen nach der JA-Statistik der Deutschen Bundesbank

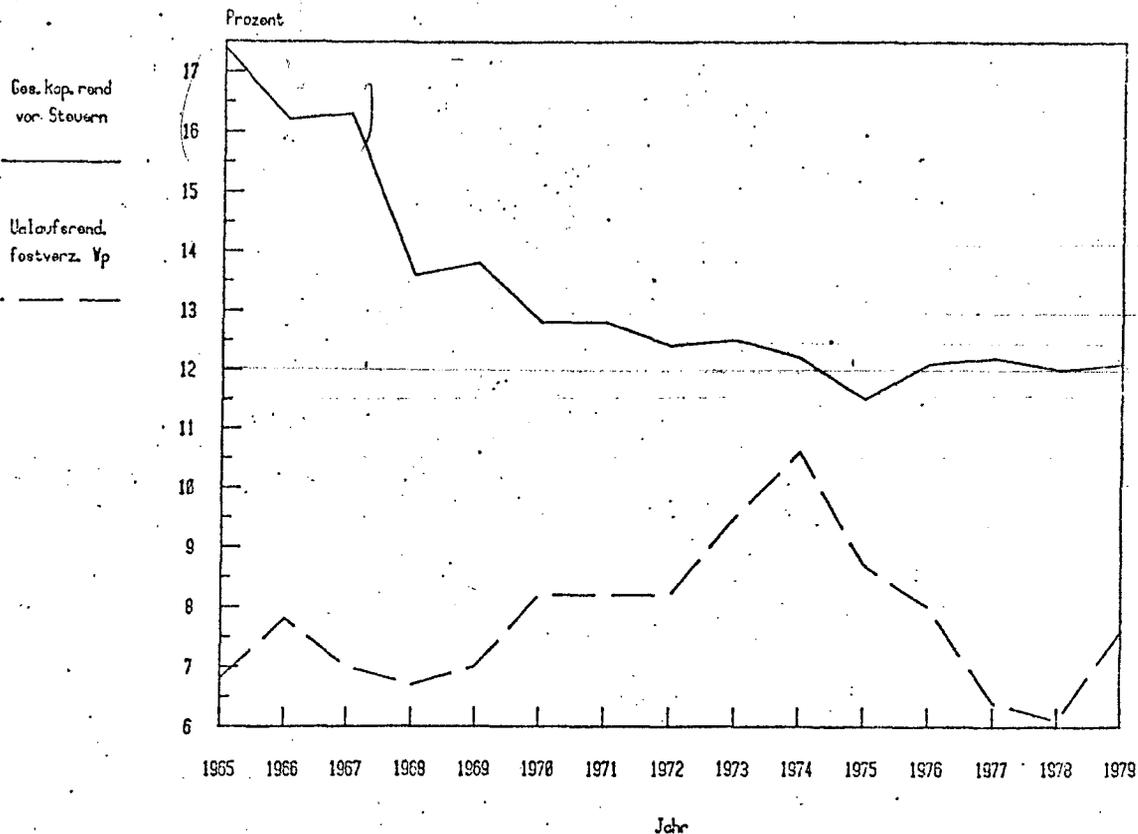
ABBILDUNG 4: Deckungsgrade des Anlagevermoegens
1965 - 1979



Quelle: Eigene Berechnungen nach der JA-Statistik der Deutschen Bundesbank

Umsatzsteuer

ABILDUNG 5: Renditenentwicklung 1965 - 1979



Quelle: Eigene Berechnungen nach der JA-Statistik der Deutschen Bundesbank

TABELLE 4: EINKOMMENSVERTEILUNG FÜR ALLE UNTERNEHMEN IN DEN JAHREN 1965 - 1979

	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
ABSCHREIBUNGEN	12.1	12.4	13.0	12.9	12.1	11.8	11.4	11.3	11.1	10.6	10.7	10.5	10.3	10.4	10.4
PERSONALAUFWAND	55.6	57.4	56.2	59.4	59.9	62.5	63.4	64.1	64.9	66.3	67.0	66.0	66.6	66.7	66.5
ZINSAUFWAND	3.6	3.6	3.6	3.9	4.1	4.1	5.3	4.9	6.1	6.9	5.8	4.9	4.7	4.4	4.7
STEUERN	16.7	16.0	16.6	11.9	11.2	9.8	9.6	10.0	9.8	9.2	9.3	9.5	10.2	10.1	10.2
JAHRESÜBERSCHUSS	12.1	10.6	10.7	11.8	12.7	11.8	10.3	9.8	8.1	7.0	7.2	9.0	8.2	8.3	8.2
BRUTTO-EINKOMMEN	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Quelle: Eigene Berechnungen nach der JA-Statistik der Deutschen Bundesbank

TABELLE 5: EINKOMMENSVERTEILUNG IM VERARBEITENDEN GEWERBE
IN DEN JAHREN 1971 - 1979

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
ABSCHREIBUNGEN	10.9	10.9	10.5	10.0	9.9	9.5	9.3	9.3	9.3
PERSONALAUFWAND	64.9	65.0	65.9	68.1	68.9	67.7	68.4	68.5	68.2
ZINSAUFWAND	4.7	4.3	5.2	5.9	5.0	4.0	3.9	3.5	3.7
STEUERN	11.3	11.8	11.8	10.9	11.0	11.3	12.0	11.9	12.3
JAHRESÜBERSCHUSS	8.2	8.0	6.6	5.1	5.2	7.5	6.4	6.7	6.5
BRUTTO-EINKOMMEN	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

TABELLE 6: EINKOMMENSVERTEILUNG IM BAUGEWERBE

IN DEN JAHREN 1971 - 1979

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
ABSCHREIBUNGEN	10.3	9.9	9.6	9.1	8.9	8.7	8.2	8.4	8.4
PERSONALAUFWAND	73.3	75.5	78.3	80.1	80.9	81.1	78.7	79.0	77.3
ZINSAUFWAND	2.8	2.6	3.5	4.4	3.8	3.5	3.1	2.8	2.9
STEUERN	2.0	3.1	2.8	2.4	2.4	2.4	2.9	2.8	3.2
JAHRESÜBERSCHUSS	10.5	9.0	5.9	4.0	3.9	4.3	7.0	7.0	8.3
BRUTTO-EINKOMMEN	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

TABELLE 7: EINKOMMENSVERTEILUNG IM GROSSHANDEL
IN DEN JAHREN 1971 - 1979

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
ABSCHREIBUNGEN	8.5	8.6	8.2	7.4	7.6	7.8	7.9	7.9	8.0
PERSONALAUFWAND	52.1	53.0	53.3	54.0	56.3	56.5	57.1	58.1	57.4
ZINSAUFWAND	10.0	8.7	11.6	13.2	10.6	8.6	8.5	7.9	9.2
STEUERN	9.0	9.9	9.9	9.9	10.2	10.0	10.3	10.1	9.0
JAHRESÜBERSCHUSS	20.5	19.9	17.0	15.5	15.4	17.1	16.2	16.0	16.4
BRUTTO-EINKOMMEN	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

TABELLE 8: EINKOMMENSVERTEILUNG IM EINZELHANDEL

IN DEN JAHREN 1971 - 1979

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
ABSCHREIBUNGEN	8.4	8.5	8.4	7.9	7.7	7.8	7.8	7.7	7.8
PERSONALAUFWAND	60.1	62.5	65.3	64.7	63.6	65.1	64.6	66.0	67.2
ZINSAUFWAND	6.6	6.2	7.9	8.7	6.9	6.2	6.0	5.8	6.5
STEUERN	7.0	6.7	5.3	5.5	5.7	5.4	5.4	5.1	5.0
JAHRESÜBERSCHUSS	18.0	16.2	13.2	13.3	16.0	15.4	16.2	15.4	13.5
BRUTTO-EINKOMMEN	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0