

Ingrid Größl, Peter Stahlecker, Eckhardt Wohlers

# Finanzierungsverhalten im Unternehmensbereich als gesamtwirtschaftlicher Risikofaktor

*Seit Mitte der achtziger Jahre haben sich die Finanzierungsstrukturen im Unternehmenssektor in Deutschland spürbar verändert. Dabei gab es deutliche Unterschiede zwischen kleinen, mittleren und großen Unternehmen. Wie sind diese Veränderungen zu bewerten? Ergeben sich daraus gesamtwirtschaftliche Risiken? Was bedeutet das für die Wirtschaftspolitik?*

Die öffentliche Verschuldung gilt, wie auch die Diskussion im Vorfeld der Europäischen Währungsunion wieder gezeigt hat, als gesamtwirtschaftlicher Risikofaktor. Ein wachsender Verschuldungsgrad der öffentlichen Hand engt schon wegen der damit verbundenen steigenden Zinslasten den Handlungsspielraum der Finanzpolitik ein und könnte die Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren beeinträchtigen. Er nährt zudem bei Konsumenten und Investoren die Erwartung künftiger Steuer- und Abgabenerhöhungen und verschlechtert über mögliche „Crowding-out-Effekte“ die Bedingungen für private Investitionen. Weit weniger Beachtung findet in der öffentlichen Diskussion jedoch, daß auch aus dem Finanzierungsverhalten der Unternehmen gesamtwirtschaftliche Risiken von erheblichem Gewicht erwachsen können. So steigt mit zunehmendem Grad der Fremdverschuldung ceteris paribus das Konkursrisiko. Damit nimmt letztlich die Fähigkeit der Unternehmen wie auch der gesamten Volkswirtschaft ab, konjunkturelle Schwächephasen oder exogene Schocks ohne größere Reibungsverluste zu bewältigen.

## Finanzierungsstruktur und Konkursrisiko

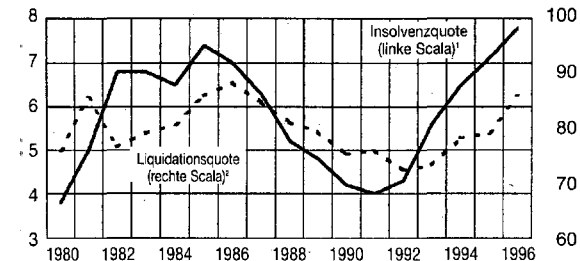
Mit der Aufnahme von Krediten geht ein Unternehmen zukünftige Zahlungsverpflichtungen ein, denen unabhängig von der jeweiligen Einnahmensituation zu entsprechen ist. Da die Höhe der zukünftigen Einnahmen unsicher ist, besteht für den Kreditgeber das Kreditausfallrisiko, für den Kreditnehmer das Risiko der Zahlungsunfähigkeit und möglicherweise sogar des Konkurses. Die Risiken sind um so größer, je mehr feste, kurzfristig nicht anpaßbare Zahlungsver-

pflichtungen auf der Ausgabenseite bestehen; Beispiele dafür sind etwa Löhne und Gehälter oder ertragsunabhängige Steuern. Gefährdet wird die Zahlungsfähigkeit der Unternehmen insbesondere durch Umsatzzrückgänge, beispielsweise als Folge ungünstigerer Konjunktur, Veränderung der Verbraucherpräferenzen oder Verschiebungen im Währungsgefüge. Darüber hinaus können die Unternehmen aber auch durch unvorhergesehene Kostensteigerungen in Schwierigkeiten geraten, etwa durch Verteuerung von Öl und anderen Rohstoffen, oder durch steigende Finanzierungskosten als Folge geldpolitischer Maßnahmen. Die Unternehmen können sogar von zwei Seiten in die Zange genommen werden, etwa wenn die Notenbank zur Bekämpfung inflationärer Tendenzen die Zinsen kräftig anhebt, und das zu einer konjunkturellen Abschwächung führt. All dies schlägt um so stärker zu Buche, je höher der Grad der Fremdverschuldung der Unternehmen ist.

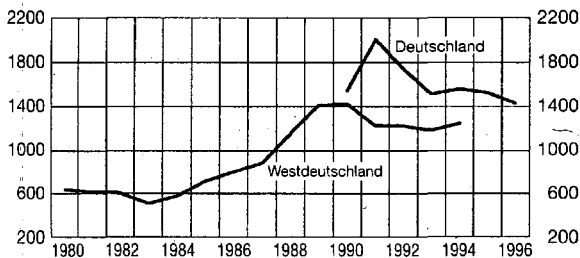
Für die Gefährdung der Zahlungsfähigkeit der Unternehmen spielen neben der Höhe der Fremdverschuldung auch die Laufzeit und die Zinsbindungsfrist der Kreditverträge eine Rolle. Bei kurzfristigen Krediten sind zwar die Zahlungsverpflichtungen variabler. Andererseits fallen aber Zinssteigerungen am „kurzen Ende“ oft stärker aus als am langen, so daß eine kurzfristige Finanzierung teurer werden kann als eine langfristige. Überdies neigen die Kreditgeber dazu, in wirtschaftlichen Schwächephasen die Risikokontrollen zu verstärken und möglicherweise sogar die Anforderungen zu verschärfen. Insbesondere bei kurzfristiger Finanzierung wächst dann die Gefahr, daß die Risikoprämie – und damit auch der Zins – erhöht wird. Dies ist wahrscheinlich auch ein Grund dafür, daß Zinssenkungen an den Geld- und Kapitalmärkten in Schwächephasen oft nicht oder nur teilweise bzw. mit Verzögerung in den Kreditzinsen weitergegeben werden. Dabei sind allerdings auch die Größe des betroffenen Unternehmens und seine Verhandlungsmacht von Bedeutung. Kleine und mittlere Unternehmen werden aufgrund ihres Risikoprofils und ihrer geringen Marktmacht stärker von Zinsstei-

*Prof. Dr. Ingrid Größl, 46, lehrt Volkswirtschaft an der Hochschule für Wirtschaft und Politik Hamburg; Prof. Dr. Peter Stahlecker, 49, lehrt Statistik und Ökonometrie an der Universität Hamburg; Dr. Eckhardt Wohlers, 55, ist Leiter der Abteilung Konjunktur, Geld und öffentliche Finanzen im HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg.*

**Schaubild 1**  
**Insolvenzen, Liquidationen und Fusionen**



**Unternehmenszusammenschlüsse<sup>3</sup>**



<sup>1</sup> Insolvenzen je 1000 Unternehmen. <sup>2</sup> Liquidationen in % der Neugründungen. <sup>3</sup> Zusammenschlüsse, die der Fusionskontrolle unterliegen, Anzahl der Unternehmen.

gerungen betroffen sein bzw. weniger von Zinssenkungen profitieren als Großunternehmen<sup>1</sup>. Diesen werden oft günstigere Konditionen eingeräumt, auch haben sie mehr Möglichkeiten, Tilgungsstreckungen und ähnliches auszuhandeln, um Schwächephasen zu überbrücken.

All dies ist auch gesamtwirtschaftlich von erheblicher Relevanz. Wenn im Unternehmenssektor die Fremdfinanzierung zu Lasten der Eigenfinanzierung ausgeweitet wird, nimmt die Gefahr zu, daß eine konjunkturelle Abschwächung oder ein wirtschaftlicher Einbruch als Folge exogener Schocks zu einem überproportionalen Anstieg von Konkursen führt. Die Schwächephase könnte dadurch verlängert und vertieft werden. Denkbar sind auch Hysterese-Effekte, die das Wachstum auf längere Sicht dämpfen. Überdies birgt eine Verschlechterung der Finanzierungsstruktur im Unternehmensbereich das Risiko einer Beeinträchtigung der Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen. So könnten etwa die Kreditgeber bei steigendem Verschuldungsgrad der Unternehmen das Kreditausfallrisiko höher einschätzen und deshalb zu einer restriktiveren Kreditvergabe übergehen oder einen höheren Risikozuschlag fordern; beides würde die von einer Zinssenkung ausgehenden expansiven Impulse schmälern.

<sup>1</sup> Vgl. Ben Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist: The Financial Accelerator and the Flight to Quality, in: Review of Economics and Statistics, Vol. 78, Nr. 1, 1996, S. 1-15.

**Trendmäßiger Anstieg von Insolvenzen und Fusionen**

Die Entwicklung von Insolvenzen und Liquidationen in Deutschland deutet auf erheblich gestiegene Konkursrisiken in den letzten zwei Jahrzehnten hin. Die Insolvenzquote<sup>2</sup>, die bereits Anfang der achtziger Jahre im Gefolge der Ölpreiskrisen deutlich emporgeschwungen war, hat sich in den neunziger Jahren erneut spürbar erhöht. Ähnliches gilt für die Liquidationsquote<sup>3</sup> (vgl. Schaubild 1). Auch die in den neunziger Jahren stark gestiegene Zahl der Fusionen spiegelt zumindest teilweise das Bestreben wider, durch Zusammenschlüsse Konkursrisiken zu verringern. Das Konkursrisiko war bei „jungen“ Unternehmen weitaus höher als bei „alten“. Rund drei Viertel aller Konkurse und Vergleiche in den neunziger Jahren entfielen auf Unternehmen mit einer Lebensdauer von unter acht Jahren.

Es stellt sich die Frage, inwieweit Veränderungen im Finanzierungsverhalten der Unternehmen zur Erhöhung des Konkursrisikos beigetragen haben könnten und welche Konsequenzen sich daraus möglicherweise für die deutsche Volkswirtschaft ergeben. Aufschluß darüber könnte eine Untersuchung der Finanzierungsstrukturen im Unternehmensbereich geben. Analysiert werden hier in erster Linie der Grad und die Struktur der Verschuldung, die Kreditbeziehungen der nichtfinanziellen Sektoren zum Bankenbereich und die Kreditverflechtungen zwischen den Unternehmen außerhalb des Finanzsektors<sup>4</sup>. Das Interesse richtet sich dabei auch auf mögliche Unterschiede zwischen Klein-, Mittel- und Großunternehmen. Da kleine und mittlere Unternehmen in Deutschland den größten Teil der Arbeitsplätze bereitstellen, könnte eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für diese Unternehmen – die im Durchschnitt des Unternehmenssektors möglicherweise gar nicht so stark ins Gewicht fallen würde – zu einem erheblichen Risiko für die Beschäftigung werden.

Die folgenden Untersuchungen basieren auf einer Sonderauswertung der Bilanzstatistik der Deutschen Bundesbank für einen vergleichbaren Kreis von 19217 westdeutschen Unternehmen aus den Bereichen Produzierendes Gewerbe, Handel und Verkehr<sup>5</sup>. Analysiert werden wichtige Bilanzstrukturkennziffern

<sup>2</sup> Zahl der Insolvenzen je 1000 Unternehmen.

<sup>3</sup> Liquidationen in % der Neugründungen.

<sup>4</sup> Der vorliegende Beitrag ist Teil eines größeren Projektes. Weitere Ergebnisse werden demnächst in einem umfangreicheren Diskussionspapier veröffentlicht.

<sup>5</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Jahresabschlüsse westdeutscher Unternehmen, vergleichbarer Kreis 1987 bis 1996, Frankfurt 1998; sowie zur Methodik o.V.: Methodische Grundlagen der Unternehmensbilanzstatistik der Deutschen Bundesbank, in: Monatsberichte Oktober 1998, S. 51 ff.

**Tabelle 1**  
**Bilanzstruktur westdeutscher Unternehmen nach Unternehmensgrößenklassen<sup>1</sup>**  
**- Vermögen<sup>2</sup> -**

% der Bilanzsumme	Sachvermögen								Forderungsvermögen																							
	Sachanlagen				Vorräte				insgesamt				insgesamt				kurzfristige				langfristige				Beteiligungen				insgesamt			
	alle	>100	25-100	<25	alle	>100	25-100	<25	alle	>100	25-100	<25	alle	>100	25-100	<25	alle	>100	25-100	<25	alle	>100	25-100	<25	alle	>100	25-100	<25	alle	>100	25-100	<25
1987	28,0	28,2	27,0	26,7	23,2	21,1	32,7	35,1	51,1	49,3	59,7	61,8	29,2	28,8	31,1	31,3	26,8	26,3	29,4	28,8	2,4	2,5	1,7	2,5	9,1	10,6	2,3	1,3	48,6	50,5	40,0	37,7
1988	27,6	27,8	26,5	26,1	22,5	20,2	33,1	35,2	50,0	48,0	59,6	61,2	29,9	29,5	31,7	31,8	27,6	27,2	30,1	29,4	2,3	2,3	1,6	2,5	9,6	11,2	2,2	1,3	49,8	51,8	40,1	38,3
1989	27,0	27,2	26,3	25,8	22,4	20,1	32,8	35,2	49,5	47,4	59,1	61,0	30,6	30,3	32,3	32,0	28,6	28,2	30,6	29,7	2,1	2,1	1,6	2,3	10,1	11,7	2,3	1,3	50,3	52,4	40,6	38,5
1990	26,8	27,0	26,1	25,4	22,3	20,0	32,5	35,2	49,0	46,9	58,6	60,6	30,1	29,6	32,5	31,9	28,1	27,6	30,9	29,7	2,0	2,0	1,6	2,2	11,0	12,9	2,6	1,3	50,7	52,9	41,0	38,9
1991	26,6	26,8	26,2	25,5	22,4	20,0	33,1	35,9	49,1	46,8	59,3	61,4	30,2	29,9	31,6	31,1	27,9	27,5	29,9	28,9	2,3	2,4	1,7	2,2	11,6	13,6	2,6	1,4	50,7	53,0	40,3	38,0
1992	27,0	27,0	26,8	26,3	21,6	19,4	31,5	34,1	48,6	46,4	58,4	60,4	30,1	29,8	32,1	31,6	27,8	27,4	30,2	29,3	2,3	2,4	1,8	2,4	12,7	14,7	2,9	1,5	51,2	53,4	41,3	39,1
1993	26,3	26,2	26,8	26,4	20,6	18,3	30,8	34,4	46,9	44,5	57,6	60,8	30,4	30,1	32,2	31,2	27,9	27,6	30,4	28,8	2,4	2,5	1,8	2,4	13,6	15,8	3,2	1,8	52,9	55,2	42,0	38,6
1994	24,5	24,3	25,7	25,7	20,0	17,8	30,2	34,0	44,6	42,1	55,9	59,7	30,7	30,2	33,6	32,4	28,2	27,6	31,6	29,9	2,6	2,6	2,0	2,5	14,5	16,8	3,6	1,9	55,2	57,7	43,8	39,8
1995	23,4	23,0	25,5	25,5	20,1	17,7	31,2	34,4	43,5	40,7	56,6	60,3	30,9	30,5	33,1	31,9	28,3	27,9	31,0	29,2	2,6	2,6	2,1	2,6	15,7	18,1	3,9	1,9	56,3	59,1	43,0	39,2
1996	22,6	22,0	25,6	25,9	19,3	17,0	30,5	34,4	41,9	39,0	56,1	60,3	31,3	31,1	33,1	31,8	28,5	28,2	30,9	28,8	2,8	2,9	2,2	2,9	18,9	19,5	4,3	2,0	57,8	60,8	43,6	39,1

**- Kapital<sup>3</sup> -**

% der Bilanzsumme	Eigenmittel				Fremdmittel																											
	Eigenkapital				insgesamt				insgesamt				kurzfristige				dar. gg. Beteiligungsunternehm.				langfristige				Rückstellungen				insgesamt			
	alle	>100	25-100	<25	alle	>100	25-100	<25	alle	>100	25-100	<25	alle	>100	25-100	<25	alle	>100	25-100	<25	alle	>100	25-100	<25	alle	>100	25-100	<25	alle	>100	25-100	<25
1987	13,2	13,1	14,3	12,1	25,2	26,9	18,3	13,8	46,3	41,5	67,1	77,1	34,8	32,0	46,6	52,8	5,1	5,2	4,9	4,0	11,6	9,5	20,5	24,3	28,3	31,4	14,4	9,1	74,6	72,9	81,6	86,2
1988	12,8	12,8	13,7	11,5	25,0	26,7	17,9	13,2	46,1	41,0	67,6	77,5	34,6	31,5	47,6	53,9	5,9	6,0	5,9	4,5	11,5	9,5	20,0	23,6	28,5	32,0	14,3	9,2	74,8	73,1	81,9	86,7
1989	12,3	12,3	13,2	10,8	24,7	26,5	17,6	12,8	46,4	41,3	68,3	78,0	35,6	32,4	49,0	55,1	6,4	6,5	6,2	4,7	10,8	8,9	19,3	22,9	28,8	32,1	13,9	9,3	75,1	73,3	82,2	87,3
1990	11,8	11,8	12,6	10,3	24,7	26,6	17,0	12,4	46,8	41,7	69,0	77,9	36,1	32,8	50,2	55,7	6,5	6,6	6,5	4,8	10,8	8,9	18,8	22,2	28,3	31,6	13,8	9,6	75,1	73,2	82,8	87,5
1991	11,3	11,3	11,9	9,6	24,1	26,0	16,6	12,0	47,8	42,8	69,3	78,0	37,2	34,0	50,8	56,0	7,5	7,8	6,9	5,0	10,7	8,8	18,6	22,0	27,8	31,0	13,9	9,9	75,7	73,8	83,2	87,9
1992	11,2	11,2	12,0	9,5	24,1	25,9	16,7	11,9	47,0	42,0	69,0	77,8	36,5	33,4	49,9	55,0	8,0	8,3	7,2	5,2	10,6	8,6	19,1	22,8	28,6	31,8	14,2	10,2	75,6	73,8	83,1	87,9
1993	11,3	11,2	12,3	9,4	23,7	25,5	16,7	11,0	47,0	42,0	68,9	78,9	35,9	33,0	48,9	54,7	8,2	8,5	7,3	5,5	11,0	9,0	20,0	24,2	29,1	32,3	14,2	9,9	76,0	74,2	83,1	88,8
1994	11,1	11,1	12,1	9,1	24,1	25,9	16,4	10,7	46,6	41,5	69,5	79,3	36,2	33,4	49,3	54,7	8,5	8,7	7,9	5,8	10,3	8,1	20,1	24,6	29,1	32,3	13,9	9,8	75,7	73,8	83,4	89,2
1995	11,0	11,0	12,1	8,8	24,4	26,3	16,6	10,4	45,9	40,7	69,5	79,6	35,9	32,9	49,7	54,8	8,2	8,4	7,8	5,8	10,0	7,8	19,8	24,8	29,4	32,7	13,8	9,9	75,3	73,4	83,3	89,5
1996	10,9	10,9	12,1	8,6	24,5	26,4	16,8	10,0	45,8	40,7	69,3	80,1	36,1	33,2	49,3	55,0	8,9	9,2	8,1	6,0	9,7	7,5	19,9	25,1	29,4	32,6	13,7	9,7	75,2	73,3	83,0	89,9

<sup>1</sup> Unternehmen mit Umsätzen unter 25 Mill. DM, von 25 bis unter 100 Mill. DM und von 100 Mill. DM und mehr

<sup>2</sup> Jeweils in Prozent der Bilanzsumme.

<sup>3</sup> Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen und Beteiligungsunternehmen einschließlich gegenüber Gesellschaftern.

Quelle: Deutsche Bundesbank; eigene Berechnungen.

wie die Anteile des Sach- und Forderungsvermögens sowie der Verbindlichkeiten und der Eigenmittel an der Bilanzsumme, ferner einige Cash-Flow-bezogene Kennzahlen. Bei der Analyse werden einfache und multiple Regressionsmodelle eingesetzt.

Das Datenmaterial der Bundesbank erlaubt Untersuchungen für 6 Größenklassen<sup>7</sup>. Sie werden hier zu drei Gruppen zusammengefaßt: Betriebe mit Umsät-

<sup>6</sup> Es werden insbesondere regressionsanalytische Tests auf das Vorliegen von Trends und auf Unterschiede in der Entwicklung der verwendeten Indikatoren nach Größenklassen vorgenommen. Als Nullhypothese gilt, daß die beobachteten Größen nicht trendbehaftet sind und/oder keine systematischen Abweichungen nach Unternehmensgrößenklassen aufweisen. Ein Ergebnis gilt als signifikant, wenn die Irrtumswahrscheinlichkeit unter 10% liegt.

zen von unter 25 Mill. DM gelten als Kleinunternehmen, Betriebe mit Umsätzen von 25 bis unter 100 Mill. DM als mittlere Unternehmen, überschreitet der Umsatz 100 Mill. DM, gilt ein Betrieb als Großunternehmen. Auf die Großunternehmen entfallen etwa 80% des Umsatzes aller berücksichtigten Unternehmen; sie sind im „Vergleichbaren Kreis“ überrepräsentiert<sup>8</sup>. Eine Verfälschung der Ergebnisse ist dadurch aber wohl nicht zu erwarten, da sich die Untersuchungen in erster Linie auf die Entwicklung der Finanzstrukturen

<sup>7</sup> Unternehmen mit Umsätzen von unter 5 Mill. DM, von 5 bis unter 10 Mill. DM, 10 bis unter 25 Mill. DM, 25 bis unter 50 Mill. DM, 50 bis unter 100 Mill. DM und von 100 Mill. DM und mehr.

<sup>8</sup> Vgl. dazu auch o.V.: Methodische Grundlagen der Unternehmensbilanzstatistik ..., a.a.O., S. 64 f.

**Tabelle 2**  
**Unterschiede in der Finanzierungsstruktur westdeutscher Unternehmen 1987-1996**  
 (ausgewählte Trendschätzungen<sup>1</sup>)

	Sachanlagenquote		Beteiligungsquote		Eigenmittelquote		Verbindlichkeitsquote				Relation Verbindlichkeiten/Cash Flow <sup>2</sup>	
	Koeffizient	t-Wert	Koeffizient	t-Wert	Koeffizient	t-Wert	kurzfristig Koeffizient	t-Wert	langfristig Koeffizient	t-Wert	Koeffizient	t-Wert
<b>Trend:</b>												
Kleinuntern.	-0,00044	-0,51	0,00088	6,38	-0,00490	-4,07	0,00120	1,30	0,00276	1,69	5,91060	24,59
Mitteluntern.	-0,00116	-3,03	0,00225	3,95	-0,00182	-1,23	0,00213	1,21	0,00014	0,12	5,14949	26,57
Großuntern.	-0,00641	-7,47	0,00992	21,81	-0,00081	-2,07	0,00154	3,29	-0,00204	-8,96	3,30332	32,46
<b>Konstante:</b>												
Kleinuntern.	0,26399	46,89	0,00952	10,88	0,13431	22,33	0,54904	85,65	0,23262	25,14	0,22068	5,50
Mitteluntern.	0,26936	123,94	0,01648	5,75	0,17831	21,03	0,48247	41,77	0,19716	29,12	0,14333	4,54
Großuntern.	0,29480	69,02	0,09021	32,52	0,26713	144,09	0,32004	92,77	0,09777	84,02	0,08072	4,91
R <sup>2</sup>	0,3896		0,9925		0,9342		0,9634		0,9154		0,9063	

<sup>1</sup> Heteroskedastizitätskonsistente Standardfehler und Kovarianzen nach White. <sup>2</sup> 1988-1996.

im Untersuchungszeitraum und nicht auf Niveauunterschiede zwischen Unternehmen verschiedener Größe erstrecken.

### Deutlicher Anstieg von Beteiligungen

Die Ergebnisse der Untersuchungen zeigen deutliche Verschiebungen in der Struktur von Vermögen und Verbindlichkeiten im Zeitraum 1987 bis 1996, bei allerdings beträchtlichen Unterschieden im Ausmaß und teilweise sogar in der Richtung zwischen Klein-, Mittel- und Großunternehmen. Für den gesamten Unternehmensbereich<sup>9</sup> ist im Untersuchungszeitraum ein deutlicher Rückgang der Sachvermögensquote – des Anteils des Sachvermögens an der Bilanzsumme – festzustellen, während die Forderungsvermögensquote kräftig gestiegen ist (vgl. Tabelle 1). Der Rückgang der Sachvermögensquote spiegelt zum Teil die Bemühungen der Unternehmen wider, die Kosten der Lagerhaltung durch Reduzierung der eigenen Vor-

ratshaltung und Just-in-Time-Produktion zu drücken. Daneben ist aber auch die Sachanlagenquote spürbar gesunken; die Sachinvestitionen reichten nicht aus, um einen Rückgang des Anteils der Sachanlagen an der Bilanzsumme – in den Jahren 1993 bis 1996 sogar des Niveaus der Sachanlagen – zu verhindern. Der Anstieg des Anteils des Forderungsvermögens<sup>10</sup> an der Bilanzsumme beruht in erster Linie auf einer deutlichen Ausweitung der Beteiligungen an anderen Unternehmen. Der Anstieg der Beteiligungsquote bei gleichzeitigem Rückgang der Sachanlagenquote deutet auf einen Wandel im Investitionsverhalten der Unternehmen und auf eine wachsende Produktionsverflechtung im Unternehmenssektor hin. Statt in

<sup>9</sup> Summe der in der Bilanzstatistik der Bundesbank erfaßten Wirtschaftsbereiche und Unternehmen.

<sup>10</sup> Das Forderungsvermögen umfaßt Kassenmittel, kurz- und langfristige Forderungen, Wertpapiere und Beteiligungen.

Annette Bödeker

## Dividendenpolitik und Minderheitenschutz in der nicht-börsennotierten Kapitalgesellschaft

### Eine Gegenüberstellung von GmbH und close corporation

Für den Minderheitsgesellschafter stellt eine regelmäßige Dividende zumeist die einzig mögliche Rendite für das eingesetzte Kapital dar. Die Verfasserin entwickelt – unter Heranziehung US-amerikanischer Erfahrungen – ein Konzept zur Sicherung der Ausschüttungsinteressen der Minderheit.

1999, 148 S., brosch., 48,- DM, 350,- öS, 44,50 sFr, ISBN 3-7890-5909-9  
 (Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht, Bd. 58)

 **NOMOS Verlagsgesellschaft • 76520 Baden-Baden**

Sachanlagen wurde vermehrt in Beteiligungen investiert, statt die eigenen Anlagen auszuweiten, wurden verstärkt Kapazitäten dazugekauft. In dieses Bild paßt auch die kräftige Zunahme der kurzfristigen Forderungen gegenüber verbundenen und Beteiligungsunternehmen, bei denen es sich nicht zuletzt um Forderungen aus Lieferungen und Leistungen handelt (Tabelle 2).

Bei alledem gab es allerdings erhebliche Unterschiede zwischen Klein-, Mittel- und Großunternehmen. Besonders stark waren die angesprochenen Tendenzen bei den Großunternehmen. Hier ging in den Jahren 1987 bis 1996 der Anteil sowohl der Sachanlagen wie auch der Vorräte an der Bilanzsumme kräftig zurück, und die Beteiligungsquote verdoppelte sich nahezu. Weniger ausgeprägt, wenn auch immer noch statistisch signifikant, war diese Entwicklung bei den mittelgroßen Unternehmen. Bei den kleinen Unternehmen ging der Anteil der Sachanlagen an der Bilanzsumme dagegen kaum zurück; die Beteiligungsquote ist jedoch auch hier – von einem allerdings sehr niedrigen Niveau aus – gestiegen. Offensichtlich kam es insbesondere zwischen größeren Unternehmen verstärkt zu einem Wandel im Investitionsverhalten und zu einer intensiven Produktionsverflechtung, während sich bei den kleineren die Kapazitätsausweitung weiterhin größtenteils über einen Ausbau der eigenen Anlagen vollzog.

### Rückläufige Eigenkapitalquote

Die Verschiebungen in der Vermögensstruktur gingen einher mit einem deutlichen Rückgang der Eigenkapitalquote im Unternehmensbereich. Da gleichzeitig jedoch die Rücklagen überproportional zunahmen, sank der Anteil der Eigenmittel – als Summe von Eigenkapital und Rücklagen – an der Bilanzsumme merklich weniger, und der Anteil der Fremdmittel erhöhte sich nur leicht. Allerdings gab es dabei wiederum erhebliche Unterschiede nach Größenklassen. Während die Eigenmittelquote bei den Großunternehmen in den Jahren 1987 bis 1996 nahezu konstant blieb, zeigte sie bei den übrigen Unternehmen einen – mit abnehmender Größe immer stärkeren – Abwärtstrend. Bei Unternehmen mit einem Umsatz von unter 5 Mill. DM schrumpfte der Eigenmittelanteil sogar um reichlich die Hälfte auf zuletzt nur noch 5,1%. Kleinere Unternehmen hatten somit im Untersuchungszeitraum erheblich mehr Mühe, Eigenkapital zu bilden als große. Bei Nichtkapitalgesellschaften war der Abwärtstrend dabei noch etwas stärker als bei Kapitalgesellschaften<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> Bei kleinen Nichtkapitalgesellschaften kam es sogar zur Auflösung von Rücklagen.

<sup>12</sup> Ähnlich argumentieren J. S. S. Edwards, K. Fischer: Banks, Finance and Investment in West Germany since 1970, Centre for Economic Policy Research, Diskussionspapier Nr. 497, 1991.

Der leichte Anstieg der Fremdmittelquote im Unternehmensbereich insgesamt geht in erster Linie auf das Konto der Rückstellungen; der Anteil der Verbindlichkeiten hat sich – bei den Unternehmen insgesamt – nicht signifikant erhöht. Die Rückstellungen spielen allerdings als Eventualverbindlichkeiten eine ambivalente Rolle. Soweit gesetzliche Zahlungsverpflichtungen bestehen, wären sie eigentlich den langfristigen Verbindlichkeiten zuzuordnen. Sonst hätten sie die Funktion der Risikovorsorge und wären von daher eher dem Eigenkapital zuzurechnen. Problematisch ist in diesem Zusammenhang allerdings die Zuordnung der Pensionsrückstellungen, die überall fast die Hälfte der gesamten Rückstellungen ausmachen, und deren Anteil insbesondere bei den kleineren Unternehmen im Untersuchungszeitraum gestiegen ist. In Höhe der Pensionsrückstellung werden in der Regel tatsächliche Forderungen an die Unternehmen entstehen<sup>12</sup>, so daß sie eher den Charakter von langfristigen Verbindlichkeiten haben.

Der Anteil der Verbindlichkeiten – ohne Rückstellungen – an der Bilanzsumme blieb zwar im Untersuchungszeitraum im Durchschnitt aller Unternehmen weitgehend unverändert, es kam aber zu deutlichen Verschiebungen in der Fristigkeitsstruktur. So hat sich der Anteil der kurzfristigen Verbindlichkeiten zu Lasten der langfristigen spürbar erhöht<sup>13</sup>, die Unternehmen sind also verstärkt zu Krediten mit kürzerer Laufzeit übergegangen. Darin zeigt sich nicht zuletzt die wachsende Produktionsverflechtung zwischen den Unternehmen, denn es sind insbesondere die kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen und Beteiligungsunternehmen – die anders als die übrigen kurzfristigen Verbindlichkeiten auch Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen enthalten – kräftig gestiegen. Es zeigt aber auch, daß sich ein wachsender Teil des kurzfristigen Kreditgeschäfts direkt zwischen Produktionsunternehmen – und damit an den Banken vorbei – vollzieht.

Bei alledem gab es wiederum erhebliche Unterschiede zwischen kleinen, mittleren und großen Unternehmen. Die für den Unternehmensbereich insgesamt festzustellende annähernde Konstanz des Anteils der Verbindlichkeiten an der Bilanzsumme erklärt sich in erster Linie aus dem beträchtlichen Gewicht der Großunternehmen. In den Mittel- und insbesondere den Kleinunternehmen ist der Anteil dage-

<sup>13</sup> Eine eindeutige und einheitliche Abgrenzung der Forderungen und Verbindlichkeiten nach ihrer Befristung ist in der Bilanzstatistik nicht möglich, da in den bei der Bundesbank eingereichten Bilanzen Fristigkeiten und Restlaufzeiten häufig nicht angegeben werden. Die Zuordnung erfolgt deshalb primär nach dem wirtschaftlichen Charakter. Als kurzfristig gelten die Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung, Wechsel, erhaltene Anzahlungen und nicht abgerechnete Leistungen. Der Rest wird – mit wenigen Ausnahmen – als langfristig eingestuft. Vgl. dazu ausführlich: Deutsche Bundesbank: Jahresabschlüsse westdeutscher Unternehmen 1971 bis 1991, Frankfurt 1993, S. 11 f.

gen zum Teil sogar deutlich gestiegen. Bei den größeren Unternehmen sind analog zur Entwicklung der Beteiligungen, auch die Verschiebungen hin zur Verbindlichkeiten mit kürzerer Laufzeit besonders ausgeprägt. Bei den kleineren Unternehmen hat sich dagegen der Anteil der kurzfristigen Verbindlichkeiten an der Bilanzsumme in den Jahren 1987 bis 1996 nur relativ wenig erhöht, der Anteil der langfristigen Verbindlichkeiten dagegen spürbar. Auch sind diese Unternehmen nach wie vor in erster Linie auf Bankkredite als Finanzierungsinstrument angewiesen. Mit wachsender Unternehmensgröße nimmt deren Bedeutung aber ab.

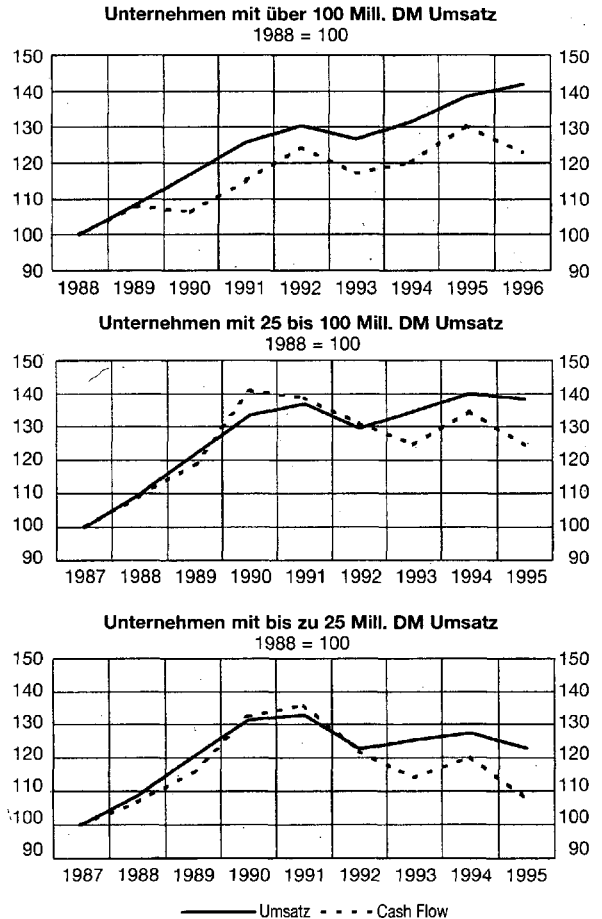
**Cash Flow und Eigenkapitalbildung**

Die Bedienung der Verbindlichkeiten und die Bildung von Eigenkapital hängt entscheidend vom Überschuß aller Einnahmen über die Ausgaben – d.h. vom Cash Flow – ab. Die Frage, welche Konsequenzen die aufgezeigten Veränderungen in der Finanzierungsstruktur für die Fähigkeit der Unternehmen haben, ihren Zahlungs- und Kreditverpflichtungen nachzukommen, läßt sich nur unter Einbeziehung des Cash Flow beantworten. Ein wichtiger Indikator ist die Relation von Verbindlichkeiten zu Cash Flow; sie gibt an, wie lange es ceteris paribus dauern würde, bis der Kredit aus dem Cash Flow getilgt ist. Ein Anstieg dieser Relation wäre ein Hinweis darauf, daß sich die Rückzahlungsfähigkeit der Unternehmen tendenziell verschlechtert hat.

Nach den Daten der Bilanzstatistik der Bundesbank hat sich die Relation von Verbindlichkeiten zu Cash Flow<sup>14</sup> in den Jahren 1987 bis 1996 für den Unternehmensbereich insgesamt spürbar verschlechtert. Ausschlaggebend dafür war die überdurchschnittliche Ausweitung der kurzfristigen Kredite; die Relation von langfristigen Verbindlichkeiten zu Cash Flow hat sich nicht signifikant erhöht, es sei denn, man würde die Rückstellungen einbeziehen. Die abnehmende Fähigkeit der Unternehmen, Verbindlichkeiten aus dem Cash Flow zu tilgen, ging also einher mit einer überproportionalen Ausweitung kurzfristiger Kredite, was unter Risikoaspekten nicht unproblematisch ist.

Gemessen an den Trendkoeffizienten war die Verschlechterung der Rückzahlungsfähigkeit von Krediten aus dem Cash Flow bei kleineren Unternehmen ausgeprägter als bei großen; zudem war die „Tilgungsdauer“ deutlich länger. Kleinere Unternehmen gerieten von zwei Seiten unter Druck: Einerseits entwickelten sich der Umsatz und der Cash Flow weitaus

**Schaubild 2**  
**Entwicklung von Umsatz und Cash Flow nach Unternehmensgrößenklassen**



Quelle: Deutsche Bundesbank; eigene Berechnungen.

ungünstiger (vgl. Schaubild 2), andererseits erhöhten sich – auch wegen der ungünstigeren Cash-Flow-Entwicklung – die Verbindlichkeiten überproportional. Bei Großunternehmen war zwar eine signifikante Verschlechterung der Rückzahlungsdauer nicht festzustellen, gleichwohl könnten auch hier die Risikopotentiale als Folge der kürzeren Fristigkeit der Verbindlichkeiten – die für sich genommen eher einen höheren Cash Flow erforderlich machen würde – größer geworden sein.

**Fazit**

Alles in allem offenbart die Bilanzstatistik erhebliche Veränderungen im Investitions- und Finanzierungsverhalten und in der Finanzierungsstruktur westdeutscher Unternehmen. Der deutliche Anstieg der Beteiligungen weist auf eine wachsende Produktionsverflechtung im Unternehmenssektor hin, die eine zunehmende Kreditverflechtung mit sich brachte und das Entstehen neuer Kreditbeziehungen außerhalb

<sup>14</sup> Der in der Bilanzstatistik ausgewiesene Cash Flow ergibt sich aus dem Jahresüberschuß zuzüglich der Abschreibungen und der Veränderungen der Rückstellungen, des Sonderpostens mit Rücklagenanteil sowie der passiven Rechnungsabgrenzungsposten, abzüglich der Zuschreibungen und der aktiven Rechnungsabgrenzungsposten; vgl. Deutsche Bundesbank: Jahresabschlüsse westdeutscher Unternehmen 1971 bis 1991, a.a.O., S. 15 f.

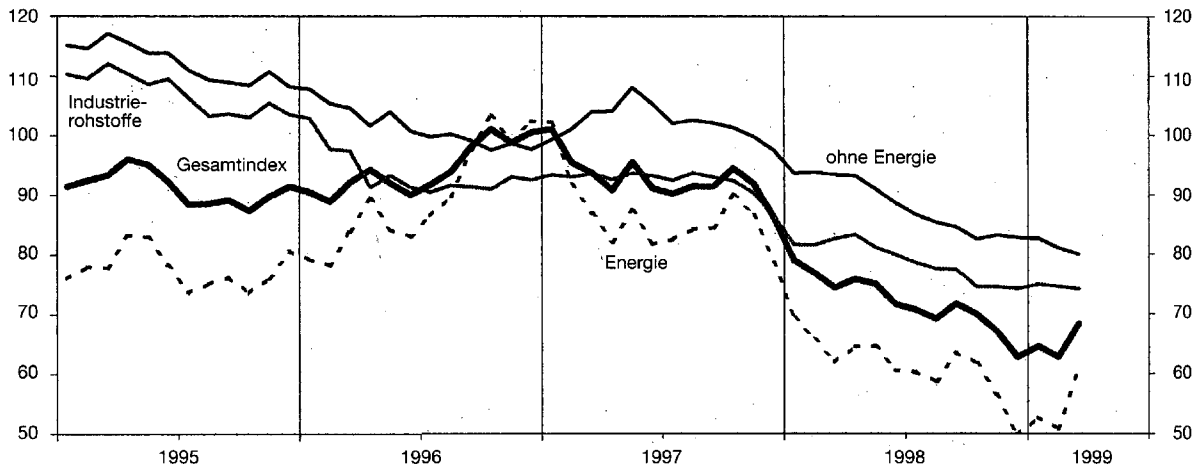
des Bankensektors förderte. Besonders ausgeprägt war diese Entwicklung bei den großen Unternehmen. Daß die Unternehmen verstärkt in Beteiligungen investierten, statt ihre eigenen Anlagen auszubauen, ist unter beschäftigungspolitischen Aspekten nicht unproblematisch, denn durch den „Zukauf“ von Kapazitäten werden in der Regel keine neuen Arbeitsplätze geschaffen, sondern allenfalls bestehende erhalten. Auch dürfte die wachsende Unternehmensverflechtung – die einzelwirtschaftlich sicherlich nicht zuletzt der Risikodiversifizierung dienen sollte – wegen der dabei entstandenen Kreditketten die Abhängigkeit der Volkswirtschaft gegenüber konjunkturellen Wechseln eher erhöht haben.

Gesamtwirtschaftliche Risiken birgt vor allem auch die Verschlechterung der Eigenkapitalbasis, die insbesondere in Klein- und Mittelbetrieben festzustellen ist. Gleichzeitig hat die Fähigkeit dieser Unternehmen spürbar abgenommen, die höheren Verbindlichkeiten aus dem Cash Flow zu tilgen. Alles in allem ist somit

das Konkursrisiko insbesondere bei Klein- und Mittelunternehmen im Untersuchungszeitraum deutlich größer geworden.

Die Veränderungen in der Finanzierungsstruktur der Unternehmen stellen gesamtwirtschaftlich einen erheblichen Risikofaktor dar. Mit sinkender Eigenkapitalbasis und steigendem Konkursrisiko wird es für die Unternehmen schwieriger, konjunkturelle Schwächephasen zu überstehen und sich im Strukturwandel – der sich in der Europäischen Währungsunion eher noch verschärfen dürfte – zu behaupten. Damit nimmt auch die Fähigkeit der Volkswirtschaft zur Bewältigung exogener Schocks ab, und die Wachstumsdynamik wird beeinträchtigt. Besonders bedenklich erscheint die überdurchschnittliche Verschlechterung der Situation bei den kleinen und mittleren Unternehmen, die in Deutschland das „Arbeitsplatzreservoir“ bilden. Hier die Bedingungen zu verbessern oder zumindest weitere Beeinträchtigungen zu vermeiden, ist vordringliche Aufgabe der Wirtschaftspolitik.

**HWWA-Index der Weltmarktpreise für Rohstoffe**



1990 = 100, auf US-Dollar-Basis.

HWWA-Index mit Untergruppen*	1998	Sep. 98	Okt. 98	Nov. 98	Dez. 98	Jan. 99	Feb. 99	März 99
Gesamtindex	72,0 (-22,4)	71,8 (-21,5)	69,9 (-26,0)	67,0 (-27,0)	62,8 (-27,1)	64,6 (-18,2)	62,8 (-18,3)	68,4 (-8,1)
Gesamtindex, ohne Energie	88,2 (-13,7)	84,6 (-17,2)	82,5 (-18,5)	83,2 (-16,6)	82,8 (-15,1)	82,7 (-11,7)	81,1 (-13,5)	80,0 (-14,3)
Nahrungs- und Genußmittel	115,8 (-12,2)	105,6 (-18,3)	106,3 (-16,8)	109,0 (-14,7)	108,2 (-17,3)	105,5 (-18,3)	100,5 (-22,7)	97,4 (-22,3)
Industrierohstoffe	78,9 (-14,5)	77,5 (-16,6)	74,5 (-19,4)	74,5 (-17,5)	74,2 (-13,9)	75,0 (-8,2)	74,6 (-8,6)	74,1 (-10,2)
Agrarische Rohstoffe	79,3 (-14,4)	77,9 (-17,3)	74,4 (-21,3)	74,6 (-19,2)	75,8 (-13,6)	77,7 (-4,0)	78,3 (-3,9)	77,7 (-6,3)
NE-Metalle	71,1 (-20,8)	69,8 (-21,5)	67,5 (-21,8)	67,6 (-19,1)	64,6 (-18,1)	63,5 (-17,0)	63,3 (-15,5)	63,4 (-15,8)
Energierohstoffe	61,4 (-29,0)	63,4 (-24,9)	61,7 (-31,4)	56,5 (-34,8)	49,7 (-36,8)	52,7 (-23,9)	50,8 (-22,8)	60,8 (-1,9)

\* 1990 = 100, auf US-Dollar-Basis, Periodendurchschnitte; in Klammern: prozentuale Änderung gegenüber Vorjahr.

Für Nachfragen: Tel. 040/42834-316/320