

## **Finanzielle Schwachpunkte der deutschen Wirtschaft\***

Von Helmut Schlesinger, Frankfurt/Main

Das Thema, die finanziellen Schwachpunkte der deutschen Wirtschaft, ist aktuell — aber es hat keinen Bezug zu speziellen Problemen deutscher Unternehmen, wie sie zur Zeit in den Tageszeitungen behandelt werden; auf solche Fälle soll im folgenden auch nicht näher eingegangen werden. Und eine zweite Einschränkung ist noch anzubringen: Hier werden bewußt die finanziellen Schwächen deutscher nichtfinanzieller Unternehmen, also des Unternehmenssektors ohne Banken, Versicherungen und Bausparkassen, angesprochen. Es wäre im allgemeinen überhaupt nicht berechtigt, von Schwächen dieser finanziellen Institutionen zu sprechen; von einigen wenigen vorübergehenden Problemen in dem einen oder anderen Fall abgesehen, gilt das Gegenteil.

### **I.**

Wie kommt es eigentlich, daß unsere Wirtschaft, die wir ohne Überheblichkeit zu den leistungsfähigsten der Welt zählen können, seit längerem so deutliche Symptome struktureller Schwächen, besonders solcher im finanziellen Bereich, zeigt? Einerseits lag die Bundesrepublik mit einem durchschnittlichen Pro-Kopf-Einkommen von umgerechnet rd. 11 000 US-\$ 1981 in der Spitzengruppe der großen westlichen Industrieländer, und bei den meisten sogenannten Wohlstandsindikatoren — z. B. der Ausstattung mit langlebigen Konsumgütern, der Dichte des Telefonnetzes, dem Wohnungsstandard, der privaten Sparquote, dem Anteil der nicht zum Grundbedarf zählenden Ausgaben am privaten Verbrauch und, nicht zu vergessen, bei der Spitzenstellung im Aus-

---

\* Überarbeitete Fassung eines Vortrags, gehalten anläßlich des 25jährigen Jubiläums des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität zu Köln, am 5. Juli 1982. Bei den aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen stammenden Angaben konnten die im Zusammenhang mit der großen Revision dieser Daten durch das Statistische Bundesamt kurz vor der Drucklegung eingetretenen Änderungen nicht mehr berücksichtigt werden.

landstourismus — schneidet sie international betrachtet ausgesprochen gut ab. Andererseits leiden die deutschen Unternehmen, in denen dieser Wohlstand geschmiedet wird, an finanzieller Auszehrung. Rund 8 500 Unternehmensinsolvenzen im vergangenen Jahr, 7 500 in den ersten acht Monaten von 1982 und vermutlich 12 000 im ganzen Jahr — das sind alarmierende Zahlen.

Allerdings darf man die Insolvenzstatistik nicht ganz zum Nennwert nehmen. Sie enthält nämlich, wirtschaftlich und nicht juristisch gesehen, Doppel- und vermutlich auch Mehrfachzählungen; so gingen z. B. die Pleiten von 670 Gesellschaften mbH & Co KG im vergangenen Jahr allein wegen ihrer Rechtskonstruktion vermutlich mit mindestens 1 340 Konkursen von Einzelgesellschaftern bzw. Gesellschaften in die amtliche Statistik ein. Auch muß man berücksichtigen, daß viele der jetzt eingetretenen Insolvenzen Firmen betreffen, die erst in den letzten Jahren und oft mit unzureichenden Mitteln gegründet worden waren, zu einem großen Teil in der Rechtsform der GmbH, von denen auch heute noch der überwiegende Teil lediglich über das gesetzliche Mindestkapital von 20 000 DM<sup>1</sup> als Stammkapital verfügt. Fast die Hälfte aller eingeleiteten Konkursverfahren, Unternehmen betreffend, entfällt auf diese Rechtsform. Managementfehler und mangelnde Erfahrung haben ohne Zweifel ebenfalls zu der Häufung von Insolvenzen beigetragen, und überdies zwingt das marktmäßige Ausleseprinzip immer, selbst in guten Jahren, zu gewissen Opfern.

Aber dies alles erklärt die gegenwärtige Pleitenwelle nicht. Fehleinschätzungen und Fehldispositionen, die unter günstigeren gesamtwirtschaftlichen Bedingungen für das betreffende Unternehmen allenfalls einen „Schnupfen“ oder auch eine „Lungenentzündung“ zur Folge gehabt hätten, führten unter den gegebenen schwierigen Verhältnissen nicht selten zum „Exitus“.

Die Gründe für diese erhöhte Anfälligkeit der Unternehmen sind vielfältig. Über lange Zeit hinweg haben sich offenbar einige Fehlentwicklungen, speziell im finanziellen Bereich, so kumuliert, daß schließlich viele Unternehmen in ihrer Substanz geschwächt wurden. Drei Schwachpunkte möchte ich hier hervorheben, die meiner Meinung nach besondere Aufmerksamkeit verdienen und die zugleich Ansatzpunkte für eine Besserung bieten:

---

<sup>1</sup> Im Jahr 1980 wurde zwar das gesetzliche Mindestkapital auf 50 000 DM heraufgesetzt, doch hat sich dies bisher kaum ausgewirkt, da der Gesetzgeber eine Übergangsfrist bis Ende 1985 einräumte.

1. Die mangelnde Eigenkapitalausstattung.
2. Zu wenig langfristige Fremdmittel.
3. Der Einfluß stark schwankender Zinssätze.

## II.

Über den ersten Schwachpunkt, die mangelhafte Ausstattung der Wirtschaft mit Eigenkapital ist in den letzten Jahren, angeregt auch durch die Untersuchungen der Deutschen Bundesbank<sup>2</sup>, eine lebhafte Debatte in Gang gekommen; an der negativen Grundtendenz hat sich bisher freilich nichts geändert. Nach der bei der Bundesbank geführten Unternehmensbilanzstatistik verfügten die hier erfaßten Unternehmen Ende 1980 noch über Eigenmittel von rd. 21 % der Bilanzsumme, und 1981 dürfte diese Quote noch weiter zurückgegangen sein. 1970 hatte die Eigenkapitalquote dagegen 26 1/2 % und 1965, als die Bundesbank mit ihren Bilanzauswertungen begann, sogar fast 30 % betragen. In sechzehn Jahren also eine Abnahme um ein Drittel, das ist eine Tendenz, die sich so nicht mehr lange fortsetzen kann, ohne die Grundstruktur unserer Wirtschaftsordnung, die sich auf eigenverantwortliche Unternehmen primär in privatem Eigentum gründet, in Frage zu stellen.

Zunächst aber ein paar Bemerkungen zum Strukturbild der Eigenkapitalausstattung, bei der es Unterschiede im einzelnen gibt. Kapitalgesellschaften weisen, insgesamt gesehen, höhere Eigenmittelanteile aus als Personengesellschaften und diese wieder eher höhere Quoten als Einzelunternehmen. In den zuletzt genannten Fällen haftet freilich das persönliche Vermögen der Inhaber außerhalb der Bilanz mit für die Firmenverbindlichkeiten, soweit vorhanden. Nach einer Faustregel kann man davon ausgehen, daß zur Zeit Kapitalgesellschaften in den produzierenden Bereichen (für den Handel gilt das nicht) um etwa die Hälfte höhere Eigenmittelanteile am Gesamtkapital ausweisen als andere Unternehmen.

Auffallend ist, daß die Verschlechterung der Eigenmittelausstattung im Laufe der Jahre zwar Firmen aller Rechtsformen betraf; aber sie war, längerfristig betrachtet, bei Personengesellschaften und Einzelkaufleuten deutlich stärker ausgeprägt als bei den Kapitalgesellschaften. Es ist schwer auseinanderzuhalten, inwieweit hier der „Rechtsform-

---

<sup>2</sup> Vgl. u. a. Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse der Unternehmen im Jahre 1980. In: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 33. Jg., Nr. 11, November 1981, S. 17 ff.

faktor“, der „Branchenfaktor“ oder die Unternehmensgröße ausschlaggebend waren. In unseren Untersuchungen wird dies im einzelnen beschrieben. Festzustellen bleibt aber, daß sich die Eigenmittelausstattung in den Branchen, in denen besonders anlagenintensiv produziert und das Bilanzbild weitgehend von meist größeren Aktiengesellschaften und Gesellschaften mbH bestimmt wird, z. B. in Teilen der Grundstoffindustrie, im Bergbau und in der Energiewirtschaft, weniger verschlechtert hat als in den mittelständischen, vorwiegend mit kleineren Gesellschaften mbH, mit Personengesellschaften und mit Einzelkaufleuten besetzten verbrauchsnahe Wirtschaftszweigen der Industrie und des Handels. Ein extremes Beispiel bietet das Baugewerbe. Hier betrugen die ausgewiesenen Eigenmittel 1980 im Durchschnitt nur noch gut 6 % der Bilanzsumme, und 1981 haben sich die Verhältnisse ohne Zweifel noch weiter zugespitzt. 1970 hatten den Baufirmen dagegen im Durchschnitt 11 1/2 % und 1965 fast 15 % ihres Gesamtkapitals als Eigenmittel zur Verfügung gestanden. Im Baugewerbe war zwar die Eigenkapitalversorgung schon immer wesentlich ungünstiger als in anderen Wirtschaftszweigen, nicht zuletzt weil die Bilanzen von Baufirmen in der Regel durch Kundenforderungen und -verbindlichkeiten aufgebläht sind; aber auch ohne diese Positionen gerechnet ist die Eigenmitteldecke im Baugewerbe nun meist außerordentlich dünn, und die Insolvenzanfälligkeit daher vergleichsweise hoch.

Wegen der starken Streuung der Eigenkapitalverhältnisse im einzelnen ist es zweckmäßig, sich die schwächste Gruppe näher anzusehen. Etwa ein Viertel der rd. 70 000 Firmen aller Branchen, deren Jahresabschlüsse die Bundesbank auswertet, hatten 1980 einen Eigenmittelanteil von weniger als 3 1/2 %. Wie in einem langen Marsch großen Mühsals nimmt dabei der Abstand der „Fußkranken“ zu der durchaus beachtlich großen Gruppe mit guter Eigenkapitalausstattung<sup>3</sup> immer mehr zu. Mit anderen Worten, die schon früher schwach mit Eigenkapital ausgestatteten Unternehmen verschlechtern sich in dieser Hinsicht weit mehr als die übrigen.

Natürlich kann die Auszehrung der Eigenmittelbasis der Unternehmen nicht auf eine einzige Ursache zurückgeführt werden. Mit an erster Stelle ist hier zu nennen, daß die Ertragskraft der Unternehmen in den zurückliegenden Jahren erheblich nachgelassen hat. 1981 dürften die von den Unternehmen erwirtschafteten Gewinne („Jahresüberschüsse“)

---

<sup>3</sup> Rund ein Viertel aller Unternehmen hatte 1980 eine Eigenkapitalquote von 26 1/2 % und mehr.



nur bei 3 1/2 % des Rohertrages gelegen haben. Sie unterschritten damit sogar noch das schon sehr gedrückte Niveau der Jahre 1974/75, von den davor liegenden, aus heutiger Sicht „goldenen“ Jahren gar nicht zu reden, in denen den Unternehmen über 7 % ihres Rohertrages als Jahresüberschuß verblieben waren.

Auch im Verhältnis zu den eingesetzten Eigenmitteln ist in den letzten Jahren weniger verdient worden als zuvor. Die Unternehmen, die in die Bundesbank-Bilanzauswertung eingehen, wiesen 1980 einen Jahresüberschuß nach Steuern in Höhe von 17 1/2 % des Eigenkapitals aus, 1981 dürfte er bei etwa 12 % gelegen haben. In den davorliegenden drei Jahren hatte diese Quote jeweils zwischen 19 und 20 % betragen.

Hierzu eine unerläßliche statistische Anmerkung: Bei dem Gros deutscher Unternehmen, den Personengesellschaften und Einzelkaufleuten, schließt der Jahresüberschuß auch den „Unternehmerlohn“ ein, und „nach Steuern“ gerechnet sind nur sogenannte „Kostensteuern“, nicht aber Einkommen- und Vermögensteuern abgezogen. Die eigentliche Kapitalrendite geht also nur aus den Abschlüssen der Kapitalgesellschaften hervor, sie belief sich 1981 bei den rund 1 800 Gesellschaften, deren Abschlüsse uns bisher vorliegen, nach Steuern auf 4 % des Eigenkapitals. Zum Vergleich: 1972 hatten die Kapitalgesellschaften insgesamt (nach hochgerechneten Angaben) eine Eigenkapitalrendite von 7 1/2 % aufzuweisen. Bei den jetzigen Sätzen kann also von einer Risikoprämie im Unternehmensertrag nicht mehr die Rede sein.

Die Unternehmenserträge sind in den zurückliegenden Jahren von mehreren Seiten her in die Klemme geraten. In einer gesamtwirtschaftlichen Analyse sind hier zwei Einflußfaktoren zu unterscheiden: Die außen- oder weltwirtschaftlichen einerseits und die binnenwirtschaftlichen andererseits. Zu den weltwirtschaftlichen Einflüssen zählen vor allem die zweimaligen Preisstöße für Erdöl und auch Rohmaterialien, durch die sich jeweils das Realeinkommen der ganzen Volkswirtschaft verminderte. In dem Verteilungskampf im Inland ging dies weit überwiegend zu Lasten der Unternehmen. Die binnenwirtschaftlichen Einflüsse waren jedenfalls zunächst dadurch gekennzeichnet, daß sich der Anteil der Arbeitskosten am gesamtwirtschaftlichen Produktionsergebnis, dem langfristigen Trend folgend, fast kontinuierlich erhöhte. (1981 belief sich der Anteil des Einkommens aus unselbständiger Arbeit am Volkseinkommen auf 73 1/2 % gegen 69 1/2 % 1972.) Ein Zweites kam hinzu: Der Staat griff zur Finanzierung seiner wachsenden eigenen

Ansprüche und der überproportional wachsenden Umverteilungsströme mit Steuern und Abgaben verstärkt auf die privaten Einkommen zurück. Zwangsläufig ging dies zu Lasten aller aus dem Produktionsprozeß fließenden Einkommen, auch zu Lasten des Nettoeinkommens aus unselbständiger Arbeit. (Dieses hat 1970 bis 1973 rd. 40 % aller verfügbaren Einkommen ausgemacht, 1978/81 aber nur knapp 38 %.)

Bei den Unternehmen traf aber beides zusammen: Unterproportionaler Anstieg der Einkommen vor Steuern und außerdem eine eher wachsende Belastung mit direkten Steuern; ihr Anteil am gesamten verfügbaren Einkommen der Volkswirtschaft ist daher beträchtlich gesunken. Vor Steuern gerechnet ist der Anteil der Einkommen aus Unternehmertätigkeit im engeren Sinn am Volkseinkommen von durchschnittlich schätzungsweise 21 % in den Jahren 1970/73 auf 19 % im Zeitraum 1978/80 und sogar nur 15 1/2 % im Jahr 1981 gesunken. Netto, d. h. nach Abzug von Steuern, dürfte ihr Anteil am gesamten verfügbaren Einkommen der Volkswirtschaft zuletzt noch geringer gewesen sein. Genauere Angaben hierüber sind nicht verfügbar.

Schwache Unternehmenserträge sind für die Eigenkapitalbildung doppelt negativ. Zum einen verringern sie die Fähigkeit der Unternehmen, aus eigener Kraft die Eigenkapitalbasis zu verstärken, also die Innenfinanzierung auszuweiten, denn diese hängt primär von der Ertragslage ab. Bisher spricht jedenfalls kaum etwas dafür, daß die Unternehmer bewußt über hohe und überhöhte Privatentnahmen die Eigenkapitalbildung in ihren inländischen Unternehmen in größerem Umfang selbst schwächen, obwohl es solche Fälle natürlich gibt. Ein gewisser wunder Punkt ist allerdings, daß in den letzten Jahren ein wachsender Strom von Investitionsmitteln durch Erwerb von Aktien und anderen direkten Beteiligungen eine Anlage im Ausland suchte, während umgekehrt die Direktinvestitionen von Ausländern im Inland nur relativ wenig wuchsen. Obwohl es hierfür beachtliche ökonomische Gründe gibt, so muß dies doch auch unter der Themenstellung dieses Aufsatzes betrachtet werden.

Zum anderen verringert die schlechte Ertragslage auch die Chancen für eine marktmäßige Beschaffung von Risikokapital. Denn potentielle Anleger werden nur dann das Risiko einer Beteiligung und des Erwerbs von Aktien eingehen, wenn sie sich ausrechnen können, daß sie Erträge erhalten, die eine angemessene Risikoprämie einschließen. Ohne einen solchen Risikoausgleich werden die Unternehmen in der Regel kein Beteiligungskapital erhalten; sie werden deshalb auf ent-

sprechend höhere Fremdfinanzierung angewiesen bleiben. Wenn aber die Ertragslage unsicherer wird, dann wird selbst die Aufnahme von Fremdkapital teuer, denn der Gläubiger will das erhöhte Kreditrisiko abgegolten haben.

Mit anderen Worten, die schlechter werdende Ertragslage verschlechtert qualitativ die Finanzierungsmöglichkeiten und verteuert sie zusätzlich — ein wahrer „*circulus vitiosus*“. Wir haben in der Bundesbank einmal die „Krankengeschichte“ von 85 im Jahre 1976 in Konkurs gegangenen Unternehmen auf Grund ihrer Bilanzen nachträglich zu schreiben versucht. Alles, was ich bisher erwähnte, kam hier Jahr über Jahr zusammen: Geringe Eigenkapitalausstattung und vergleichsweise schlechte Ertragslage bereits vier und fünf Jahre zuvor, Verschlechterung der Geschäftslage aus konjunkturellen und sonstigen Gründen, später Einschränkung der Investitionen, Verschlechterung der Finanzstruktur und dadurch wachsende Zinslasten im weiteren Verlauf und erst nach längerem Siechtum — in diesem Falle nach vier Jahren — der Exitus<sup>4</sup>.

Ich glaube, dieser Schwachpunkt „zu geringes Eigenkapital“ ist damit hinreichend gekennzeichnet. Es ist kein Trost, daß in manchem anderen Industrieland die Tendenzen ähnlich liefen oder sogar zeitweise noch ausgeprägter waren, wie etwa in Italien. Bedeutende positive Ausnahmen bilden die USA und, wenn die Statistiken hier einigermaßen vergleichbar sind, Großbritannien<sup>5</sup>. Was aber bedeutet die schwache Kapitalausstattung volkswirtschaftlich? Die Substanzverluste durch Konkurse, zugleich Verluste an Arbeitsplätzen, sind ein offensichtlicher Nachteil. Aber auch die Wachstumsaussichten für die Zukunft werden ungünstiger. Die Bundesrepublik als ein wirtschaftlich und auch technisch führendes Land kann diese Position nur halten, wenn sie nicht nur über Investitionen schlechthin verfügt, sondern sie muß sich risikobehaftete Investitionen leisten, Innovationsinvestitionen also<sup>6</sup>. Sie braucht hierfür Risikokapital.

---

<sup>4</sup> H. Schlesinger, Volkswirtschaftliche Kapitalbildung und Eigenkapital, Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.-W.-Goethe-Universität, Frankfurt/M. 1979 (Nr. 17), S. 140 ff.

<sup>5</sup> Vgl. F. Kübler, Unternehmensstruktur und Kapitalmarktfunktion — Überlegungen zur Krise der Aktiengesellschaft, in: Die Aktiengesellschaft, 1981, S. 5 - 13.

<sup>6</sup> Über „Die technologische Wettbewerbsposition der deutschen Industrie im internationalen Vergleich“ informiert u. a. Ifo-Schnelldienst, 35. Jahrgang, 1982, Heft 17/18, S. 48 ff.

Die Aussichten, die Bereitstellung von Risikokapital zu verbessern, kann man leider nicht sehr optimistisch einschätzen. Man wird zwar aus konjunkturellen Gründen mit einer gewissen Verbesserung der Gewinnquote rechnen können, so andeutungsweise schon in diesem Jahr; aber eine Rückkehr zu den Gewinnquoten von vor 10 oder 15 Jahren scheint mir — stellt man hier alle sozioökonomischen Veränderungen in Rechnung — nicht wahrscheinlich. Nur graduelle Verbesserungen sind denkbar. Es ist daher notwendig, erneut über eine Verbesserung der marktmäßigen Bereitstellung von Risikokapital nachzudenken. Die Anregungen dazu, auch das Schrifttum hierüber, sind zahlreich. Woran aber fehlt es bei der Realisierung? Wie man weiß, fehlt es nicht wirklich an risikofreudigem Kapital. Nennenswerte Beträge flossen und fließen weiterhin, angelockt von Steuervorteilen, in Abschreibungsgesellschaften verschiedenster Art und damit nicht notwendig in volkswirtschaftlich sinnvolle Verwendung. Es fehlt also unter anderem an der richtigen Kanalisierung risikobereiten Kapitals.

Ein Weg, die Zuführung von Risikokapital zu Personengesellschaften und GmbH's außerhalb von Gesellschaftermitteln zu fördern, wurde über Kapitalbeteiligungsgesellschaften eingeschlagen, doch blieb dies bisher — trotz durchaus positiver Ergebnisse in Einzelfällen — ohne Breitenwirkung. Ertragsstarke Firmen sind im Regelfall in der Lage, sich ihre Eigenkapitalausstattung selbst zu erwirtschaften. Ertragschwache Firmen aber sind als Anlageobjekt für Beteiligungsgesellschaften ebensowenig interessant wie für andere Kapitalgeber. Bürokratische Schwierigkeiten kommen, wenn der Staat als Mitförderer eingeschlossen ist, zwangsläufig hinzu. 1979 wurde das Beteiligungsvolumen über Kapitalbeteiligungsgesellschaften auf 300 Mio. DM geschätzt (ohne Entwicklungskapitalbeteiligung gerechnet)<sup>7</sup>. Neue Modelle befinden sich in der Diskussion, aber ein durchschlagender Erfolg scheint diesen Ideen nicht beschieden<sup>8</sup>. Ähnlich scheint es mit den Plänen der Risikokapitalbereitstellung über Vermögensbildungsmodelle zugunsten der Arbeitnehmer zu stehen. Hier ist vor allem die Initiative der Länder Niedersachsen und Berlin zu erwähnen, die Bildung von Beteiligungsvermögen bei Nicht-Aktiengesellschaften in den Kata-

---

<sup>7</sup> E. Freyer, Die Kapitalbeteiligungsgesellschaft als Instrument der Wirtschaftspolitik, Reihe Wirtschaftswissenschaften, Bd. 236, Frankfurt/M. 1981.

<sup>8</sup> R.-J. Northmann und L. Linder, Die private Beteiligungsgesellschaft als Instrument der Mittelstandsförderung, in: Betriebsberater, 1980, Heft 12, S. 602 ff.



log des Gesetzes zur Förderung der Vermögensbildung der Arbeitnehmer (624 DM-Gesetz) einzubeziehen. Bisher fanden diese Pläne zur direkten Beteiligung der Arbeitnehmer in der Praxis nur wenig Widerhall, von den schon bestehenden Fällen der Ausgabe von Belegschaftsaktien bekannter Unternehmen abgesehen. Es würde zu weit führen, hier darauf näher einzugehen. Die Problematik dieser Konstruktionen zeigt sich unter anderem auch darin, daß ihre Erfinder in der Regel nicht ohne staatliche Hilfe auszukommen glauben.

In den Mittelpunkt der Frage, wie mehr Risikokapital für Unternehmen zu beschaffen ist, muß man meines Erachtens die Frage nach der Belebung der Aktienemission und der Gründung von Aktiengesellschaften (auch KG aA) bzw. Umgründungen in diese Rechtsform stellen. Die Aktie vermittelt dem emittierenden Unternehmen haftendes Kapital auf Dauer, läßt aber dem Geldgeber durchaus Dispositionsmöglichkeiten über seine Anlage, wenn auch — das liegt in der Natur der Sache — nicht ohne Risiko. Und die Aktiengesellschaft ist der Prototyp des auf Dauer und auf Wachstum angelegten Unternehmens.

Trotz dieser prinzipiellen Vorzüge liegt der Aktienmarkt in der Bundesrepublik seit Jahren im Argen. Von den rund 1,7 Mio. in der Umsatzsteuerstatistik erfaßten Unternehmen werden nur 2 000 in der Rechtsform der Aktiengesellschaft geführt, und von diesen sind nur rund 450 an den Börsen notiert. Ihre Zahl ist in den letzten 30 Jahren ständig — insgesamt um fast ein Drittel — zurückgegangen. Parallel dazu ließ auch das Interesse der Anleger nach. Ende 1981 verfügten die privaten Haushalte in der Bundesrepublik über ein Aktienportefeuille von insgesamt nur gut 60 Mrd. DM (Kurswert) oder 4 % ihres gesamten Geldvermögens. 1970 hatten sie dagegen noch 10 % und 1960 sogar über 20 % ihrer Geldforderungen in Aktien angelegt (dem Kurswert nach 37 1/2 Mrd. DM).

Einige Ursachen dafür, daß so wenig von der Aktie als Finanzierungsinstrument Gebrauch gemacht wird, hat der Sachverständigenrat in seinem Jahresgutachten 1979/80 dargelegt; sie sind auch sonst in der Literatur behandelt. Ich begnüge mich hier mit einer Aufzählung:

1. Steuerliche Gründe: Vor allem die Doppelbesteuerung der Aktie mit Vermögensteuer, die Körperschaftsteuer auf die Vermögensteuer, die teilweise Doppelbesteuerung ausgeschütteter Gewinne an ausländische Aktionäre, die Börsenumsatzsteuer und die Gesellschaftsteuer werden in diesem Zusammenhang genannt.

2. Die Kosten der Emission: Besonders die in der Regel relativ hohe Prämie an die Emissionsbanken für das Plazierungsrisiko ist hier zu erwähnen. Die Aktienemission wird dadurch zu einem vergleichsweise teuren Finanzierungsweg. Eine weitere Frage geht dahin, ob in der Bundesrepublik bei dem vorherrschenden Universalbanksystem die Konkurrenz und der Anreiz für solche Bankdienste nicht möglicherweise etwas unterentwickelt sind, im Vergleich etwa zu Ländern mit speziellem Investment-Banking. Man könnte sich vorstellen, daß Bankhäuser oder finanzielle Institutionen, die sich primär der Entwicklung des Aktienmarktes widmen, dies mit mehr Engagement tun als darauf spezialisierte Bankabteilungen, deren Aktivitäten in gewisser Weise in Konkurrenz stehen zur Kreditabteilung des gleichen Hauses. Im deutschen Banksystem, das deshalb nicht „umgemodelt“ werden müßte, wäre diesem Zweig vielleicht bewußt mehr Augenmerk zuzuwenden.
3. Möglicherweise — die Meinungen gehen hier auseinander — halten auch die Regelungen für die Mitbestimmung manche Unternehmen von einer Umwandlung in die Aktiengesellschaft ab. In diesem Fall, wie auch sonst, spielt der Wunsch eine Rolle, nicht an Einfluß zu verlieren, wie er bei anderer Rechtsform gesichert erscheint. Der Wunsch, die Mehrheitsverhältnisse aufrecht zu erhalten, verhindert gelegentlich bei bestehenden Aktiengesellschaften die Neuemission von Aktien.

Leider hat die Aktie auch aus der Sicht der Anleger an Attraktivität verloren. Zwar führte die Körperschaftsteuerreform von 1977 dazu, daß sich die Aktienrendite um die Steuergutschrift erhöhte (zumindest für diejenigen Aktionäre, die ihre Dividenden bei der Einkommensteuer deklarieren). Aber Aktienrenditen, die auch einschließlich Steuergutschrift nur bei 5 1/2 % (und ohne Steuergutschrift bei 3 1/2 %) liegen, sind bei den gegebenen Zinsverhältnissen nicht interessant; sie wären es allenfalls, wenn in den Aktienkursen genügend „Phantasie“ stecken würde. Das ist aber nicht der Fall; alle Indikatoren sprechen dafür, daß die Aktiengesellschaften nach der Körperschaftsteuerreform von 1977 nicht mehr, sondern eher weniger Gewinne thesauriert haben als vor der Reform. Es ist deshalb auch kein Wunder, daß die Aktienkurse heute kaum höher liegen als in den frühen siebziger Jahren, und auch zwischenzeitlich haben sie sich meist nur für kurze Zeit und nicht sehr wesentlich nach der einen oder anderen Richtung von diesem Niveau entfernt. Gleichwohl sollte man hier nicht die Flinte ins Korn werfen.

Die Reaktivierung der Aktie und der Aktiengesellschaft müßte meines Erachtens Bestandteil der Wirtschafts- und Finanzpolitik sein.

### III.

Der zweite gravierende Schwachpunkt in der finanziellen Konstitution der Unternehmen betrifft die Fristigkeit der Fremdfinanzierung. Da Kredite mehr denn je als Eigenmittelsurrogat dienen, müßte auf einen beachtlichen Teil langfristiger Mittel Wert gelegt werden. Seit einigen Jahren ist aber die langfristige Fremdfinanzierung in den Jahresabschlüssen der Unternehmen eindeutig auf dem Rückzug. Deutlich zeigt sich dies auch in der Bankenstatistik. Von den gesamten an Unternehmen gewährten Bankkrediten (ohne Wohnungsbaufinanzierung) entfielen 1970 rund 45 % auf langfristige Darlehen. Danach stieg die Quote jahrelang an und erreichte 1978 55 %, ging dann aber 1981 wieder auf 50 % zurück. Würde man hier die Kredite hinzurechnen, die von deutschen Unternehmen am Euromarkt aufgenommen wurden, würde sich der Anteil der kurzfristigen Mittel erheblich erhöhen.

Das Vordringen der kurzfristigen Verschuldung ist natürlich auch durch Zinsüberlegungen beeinflußt. Viele Unternehmen zogen es unter den gegebenen Verhältnissen an den Kreditmärkten vor, sich teuer kurzfristig zu verschulden, in der Hoffnung, ihre Verbindlichkeiten später zu günstigeren Bedingungen langfristig konsolidieren zu können. Das war unter Zinsaspekten zwar verständlich, aber es brachte den Unternehmen zusätzliche Unsicherheiten in ihre Finanzierungsstruktur.

Der Trend zu den kürzeren Laufzeiten zeigte sich im übrigen auch an den Wertpapiermärkten, an denen die Banken teilweise ihre Ausleihungen refinanzieren. Von den gesamten am Rentenmarkt netto abgesetzten Bankschuldverschreibungen hatten 1981 nur knapp 40 % eine Laufzeit von mehr als vier Jahren, das war weitaus weniger als in den Jahren davor.

Kürzere Laufzeiten kamen aber auch den Wünschen der Anleger entgegen. Die seit 1979 inverse Zinsstruktur mit höheren Renditen für kurzfristige als für längerfristige Geldanlagen wirkte in die gleiche Richtung. Für unsere Fragestellung ist entscheidend, daß sich hierdurch die Struktur des Kreditangebots ändern mußte. Soweit dem die Kreditinstitute in ihrem Aktivgeschäft nicht folgten, ging das zu ihren Lasten. Soweit es aber geschah, verstärkte dies die Tendenz zur kurzfristigen Fremdfinanzierung der Unternehmen.

## IV.

Als dritten finanziellen Schwächepunkt erwähnte ich eingangs die starke Fluktuation der Zinssätze in den letzten Jahren. Weil die Eigenkapitaldecke der Unternehmen immer kürzer wird und weil zudem die kurzfristige Kreditaufnahme zu Lasten der längerfristigen Finanzierung deutlich zugenommen hat, sind viele Unternehmen gegenüber Zinsänderungen empfindlicher geworden. Das spielt natürlich vor allem dann eine Rolle, wenn die Zinsen so stark steigen, wie es in der Bundesrepublik in der ersten Hälfte vorigen Jahres der Fall gewesen war. Aber es ist im Laufe der Jahre ganz generell ein immer größeres Problem geworden, daß sich die Schwankungen der Zinssätze nach beiden Seiten hin verstärkten. Das gegenwärtig trotz der inzwischen eingetretenen Zinssenkungen noch immer vergleichsweise hohe Zinsniveau ist ein Problem für sich, dem ich hier nicht weiter nachgehen möchte. Doch auch wenn sich ein hohes Niveau schnell zurückbildet — wie das zeitweise der Fall gewesen ist — ist das nicht unproblematisch.

Der Tatbestand immer größer gewordener Zinsschwankungen ist eindeutig. Nimmt man die Wertpapierrendite als Indikator für die Zinsen langfristiger Anlagen, so zeigt sich, daß sie von 1978 bis 1981 zwischen  $5\frac{1}{2}\%$  und  $11\frac{1}{2}\%$ , also mit einer Bandbreite von 6 %-Punkten, schwankte. In den Jahren 1970 bis 1974 hatte die Schwankungsbreite  $3\frac{1}{2}\%$ -Punkte betragen, von 1965 bis 1969  $1\frac{1}{2}\%$ -Punkte und in der ersten Hälfte der sechziger Jahre nur  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt. Bei den kurzfristigen Zinsen waren die Ausschläge noch stärker. Die größeren gewordenen Zinsschwankungen sind meines Erachtens vor allem ein Ausdruck verstärkter Ungleichgewichte im eigenen Land und in der übrigen Welt. Sie zeigen sich in mehr Inflation und auch in größeren Anstrengungen, sie wieder einzuschränken, sie resultieren auch aus den größeren Ungleichgewichten in den Zahlungsbilanzen, der größeren Instabilität der Wechselkurse und aus wachsenden Defiziten der öffentlichen Haushalte, um nur die wichtigsten Punkte zu nennen. Die Geldpolitik einzelner Länder war daran ebenfalls beteiligt, freilich nicht mit der Absicht, die Zinsschwankungen zu vergrößern, aber diese waren bei den notwendigen Maßnahmen der Inflationsbekämpfung oft unvermeidlich.

Für die Wirtschaft, primär für die Investitionsentscheidungen, bedeuten diese Schwankungen eine größere Unsicherheit in den Dispositionsgrundlagen. Sie verstärken den Attentismus in Perioden hoher



Zinsen und lösen unter Umständen übereilte Investitionsentscheidungen in Perioden niedriger Zinsen aus. Dagegen wäre es wohl weniger zutreffend, wenn man von den Ausschlägen der Zinsen, die für Neukredite aufzuwenden sind, auf ähnliche Schwankungen in der gesamten Zinskostenbelastung der Unternehmen schließen wollte. Da ein erheblicher Teil der Kredite längerfristig und zu festen Zinsen aufgenommen wurde, verändern sich die gesamten Zinskosten weit weniger als die Kosten für Neukredite. Noch gedämpfter fallen die Schwankungen der Nettozinsaufwendungen aus, weil die Unternehmen in der Regel auch Zinserträge erzielen, welche die Bewegungen des Zinsniveaus ebenso mitmachen.

Es würde sich auf den langfristigen Lauf der Wirtschaft zweifellos positiv auswirken, wenn es gelänge, das Ausmaß der Zinsschwankungen zu reduzieren. Jeder Erfolg bei der Reduzierung der erwähnten Ungleichgewichte im Inland und in der Zahlungsbilanz wird dazu beitragen, diese Schwankungen zu verringern. Im Interesse der Unternehmen läge es auch, wenn Tendenzen zur Einführung variabler Zinsen in Bereichen, in denen sie bisher nicht üblich waren, also bei den längerfristigen Krediten, möglichst unterbunden würden. Das geht freilich nur, wenn die Institutionen, die längerfristige Kredite geben, vor allem also Banken, ihrerseits genügend Geldanleger finden, die bereit sind, sich auf längere Fristen zu festen Konditionen zu binden.

Die Lage auf den Kreditmärkten in der Bundesrepublik ist in dieser Hinsicht immer noch günstiger als auf den internationalen Kreditmärkten, wo „floating rates“ vorherrschen. Zwar ist es verständlich, daß Kreditinstitute versuchen, ihr mit den Zinsschwankungen gewachsenenes Zinsänderungsrisiko abzuwälzen, aber der Kreditnehmer, bei dem es dann hängenbleibt, ist hierfür — jedenfalls soweit es sich um private Investoren handelt — in der Regel zu schwach. Seine Erlöse sind häufig zu gering und zu wenig variierbar, um solche Zinsausschläge aufzufangen; das Verlustrisiko wird zu groß.

Es wird nicht selten empfohlen und in unseren Nachbarländern auch immer mehr praktiziert, die Schwankungen der Nominalzinsen durch Übergang zur Indexierung in Kreditverträgen zu beseitigen. Die Idee ist, durch Indexierung sozusagen den Zins auf seinen Realwert zu beschränken und den Ausgleich für die Geldwertverschlechterung bei anhaltenden inflatorischen Tendenzen der Indexautomatik zu überlassen, also den nominellen Wert der Geldschulden und der dafür zu zahlen-

den Zinsen mit dem Preisindex fortzuschreiben<sup>9</sup>. In der Tat sind dann die Nominalzinsen niedrig, sie wären vielleicht nicht höher als die heute geltenden Realzinsen, also die Nominalzinsen, verringert um die Geldentwertungsrate. Für den Schuldner bringt die Indexierung aber keine Verminderung der Unsicherheit. Er muß für die Laufzeit des Kredits mit den *ex ante* unbekannten Schwankungen des Index — in der Regel mit dessen Anstieg — rechnen und hat keine Gewißheit, daß er seine Belastungen aus Zinsen und Tilgungen fortwälzen kann, es sei denn, er kann seine Produktpreise, die Miete für eine Wohnung usw. in gleicher Weise indexieren. Wird eine Wirtschaft aber ganz „durchindexiert“, eine Tendenz, die dann fast unvermeidlich ist, dreht sich das Preiskarussell nur noch schneller, und die Wiederherstellung eines neuen Gleichgewichts in der Wirtschaft schiebt sich immer weiter hinaus. Man muß dieser intellektuellen Verlockung, den Problemen starker Schwankungen in den Zinssätzen durch Indexierung auszuweichen, widerstehen, auch wenn noch so renommierte Leute sie propagieren<sup>10</sup> und Politiker sich hierdurch einen Ausweg aus der Misere erhoffen. Man muß stattdessen versuchen, das Problem an der Wurzel zu beseitigen, also versuchen, die schon erwähnten Ungleichgewichte einzudämmen; dies allein wird die Rückkehr zu verlässlicheren Dispositionsgrundlagen erlauben.

## V.

Ich habe bisher nur allgemein angedeutet, wie die finanziellen Schwachpunkte in der deutschen Wirtschaft zu beheben wären: Mit einer Verminderung der Ungleichgewichte im Inland und im Verhältnis zur übrigen Welt, die uns durch steigende Preise, sinkende Wechselkurse und schwankende Zinsen signalisiert werden. Aber ich möchte doch abschließend einige wirtschaftspolitische Folgerungen zusammenfassend hervorheben.

Erstens: Der Angel- und Ansatzpunkt für die Beseitigung der finanziellen Schwachpunkte liegt zweifellos bei der Verbesserung der Er-

---

<sup>9</sup> H. Schlesinger, Realkredit und Inflation, Vortrag vor der Generalversammlung des Hypothekenverbandes bei der EG, am 25. Juni 1982 in Brüssel, abgedruckt in „Der Langfristige Kredit“, 33. Jg., 1982, H. 18, S. 574 ff.

<sup>10</sup> Vgl. M. Friedman, Monetary Corrections, in: Essays on Inflation and Indexation, Domestic Affairs Studies, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D. C., S. 26. — H. Giersch, Index Clauses and the Fight Against Inflation, in: Essays on Inflation and Indexation . . . , S. 16. — O. Pfeleiderer, Die hohen Zinsen am Kapitalmarkt — ein unentrinnbares Schicksal? in: ZfgK, 35. Jg., 1982, H. 13, S. 577 – 582.

tragsverhältnisse der Unternehmen selbst. Ohne ausreichende Erträge gibt es weder genügend Innenfinanzierung noch einen hinreichenden Anreiz, Risikokapital bereitzustellen. Wenn die Ertragsperspektiven nicht „stimmen“, fehlt auch der Anreiz, Unternehmer zu werden, mit allen Chancen und Risiken, die damit verbunden sind. Der neuerdings wieder zu verzeichnende Schwund an selbständig Erwerbstätigen im Verarbeitenden Gewerbe, im Baugewerbe und im Handel ist hier ein Alarmsignal. Zum Arbeitnehmer gehört in unserer Wirtschaft auch der Arbeitgeber, der Unternehmer, und er muß für seine risikobehaftete Funktion auch ein Äquivalent, eine Risikoprämie erwirtschaften können.

Zweitens: Die Fortentwicklung unserer Wirtschaft verlangt ein eher überproportionales Wachstum des Kapitalstocks, der Produktionsanlagen, und sie verlangt innovative, risikobehaftete Investitionen. Man kann diese Investitionen nicht dauerhaft, weit überwiegend oder gar ausschließlich mit Fremdmitteln finanzieren, aber man kann auch nicht erwarten, daß die Gewinnlage so nachhaltig verbessert wird, daß die Eigenfinanzierung diese Probleme lösen kann. Es erscheint fast als Anachronismus, daß ein so probates Instrument zur Beschaffung von Risikokapital wie die Aktie gleichwohl eine immer geringere Rolle spielt.

Insgesamt ergibt sich die Notwendigkeit, alle hier bestehenden steuerlichen Faktoren unter dem Aspekt zu prüfen, inwieweit sie zu dieser Entwicklung beitragen. Das beginnt mit der „Kleinigkeit“ der Gesellschaftsteuer, die bei einer Emission erhoben wird, und reicht bis zur Frage der doppelten Belastung von Gesellschaft und Aktionär mit Vermögensteuer und sollte das knifflige Problem möglicher Zweifach-Steuerung der ausländischen Aktionäre nicht ausschließen. Ganz generell wäre wohl auch zu überdenken, ob es angezeigt ist, die Gewinne, die die Unternehmen für die Innenfinanzierung einbehalten, aus denen Investitionen und damit Arbeitsplätze finanziert werden, den gleichen hohen Steuersätzen unterworfen sein sollten wie das individuelle Einkommen eines Großverdieners, die heute den Maßstab für die Höhe des Körperschaftsteuersatzes abgeben. Die Kapitalgesellschaft sollte jedenfalls als Unternehmensform attraktiver gemacht werden, und es sollten mehr Umgründungen von Einzelfirmen und Personengesellschaften in Kapitalgesellschaften ausgelöst werden. Es wäre zu wünschen, daß dabei nicht, wie in den Jahren nach der Körperschaftsteuerreform von 1977, die Rechtsform der GmbH so stark in den Vordergrund tritt,

sondern daß mehr Unternehmen als bisher sich für die Rechtsform der Aktiengesellschaft entscheiden, die ihnen den Zugang zum organisierten Markt für Risikokapital öffnet.

Für solche Überlegungen ist vielleicht der Zeitpunkt nicht gut gewählt, da der Fiskus mit seinem Finanzierungsbedarf mit dem Rücken an der Wand steht. Aber diese Schwachpunkte, die hier angesprochen wurden, sind nicht von heute auf morgen entstanden, sondern sie sind das Ergebnis einer nun schon länger andauernden Entwicklung. Sie können ebensowenig kurzfristig beseitigt werden. Ad hoc-Lösungen, die heute vielfach gesucht werden müssen, sollten nicht davon abhalten, die auf Dauer notwendigen Verbesserungen zu bedenken.

## **Zusammenfassung**

### **Finanzielle Schwachpunkte der deutschen Wirtschaft**

Trotz ihrer im internationalen Vergleich hohen Leistungsfähigkeit zeigt die deutsche Wirtschaft seit längerem deutliche Symptome struktureller Schwächen, insbesondere im finanziellen Bereich. Gravierend ist zum einen die mangelhafte Eigenkapitalausstattung der Unternehmen, die innerhalb von 16 Jahren von fast 30 % der Bilanzsumme auf rd. 20 % gesunken ist. Hauptursache für die ungenügende Eigenkapitalbildung sind die zu geringen Unternehmenserträge. Sie vermindern die Fähigkeit der Unternehmen, aus eigener Kraft die Kapitalbasis zu stärken, und sie verschlechtern auch die Chancen für eine marktmäßige Beschaffung von Risikokapital. Die Ertragslage der Unternehmen wurde nicht nur von der außenwirtschaftlichen Seite her, vor allem durch die zweimaligen Preisstöße für Erdöl und deren unzureichende Bewältigung im inländischen Verteilungsprozeß, geschmälert, sondern auch durch die steigende Belastung mit Steuern einschließlich aller Abgaben.

Ein zweiter Schwachpunkt betrifft das Vordringen der kurzfristigen Verschuldung innerhalb der gesamten Fremdfinanzierung der Unternehmen, wobei Zinsüberlegungen eine Rolle spielen, die es unter den gegebenen Umständen geraten erscheinen ließen, sich teuer kurzfristig zu verschulden, in der Hoffnung, die Verbindlichkeiten später zu günstigeren Bedingungen langfristig konsolidieren zu können. Damit kamen aber zusätzliche Unsicherheiten in die Finanzierungsstruktur. Eine kürzere Eigenkapitaldecke und das abnehmende Gewicht der längerfristigen Kreditaufnahme ließen viele Unternehmen empfindlicher gegenüber Zinsänderungen werden, was insbesondere in Phasen eines stark steigenden Zinsniveaus eine Rolle spielt, aber auch wegen der sich im Laufe der Jahre verstärkenden Schwankungen der Zinssätze nach beiden Seiten zu einem Problem geworden ist. Letztere sind vor allem ein Ausdruck verstärkter Ungleichgewichte im eigenen Land und in der übrigen Welt, also der größer gewordenen Inflationsraten, der



Zahlungsbilanzungleichgewichte, der größeren Instabilität der Wechselkurse und der wachsenden Defizite in den Staatshaushalten. Geringere Zinsschwankungen und damit weniger Unsicherheit in den Dispositionsgrundlagen der Unternehmen lassen sich erreichen, wenn es gelingt, die genannten Ungleichgewichte im Inland und im Verhältnis zur übrigen Welt zu vermindern.

Der Angelpunkt für die Beseitigung der finanziellen Schwachpunkte liegt freilich bei der Verbesserung der Ertragsverhältnisse der Unternehmen. Ohne ausreichende Erträge gibt es weder genügend Innenfinanzierung noch einen hinreichenden Anreiz, Risikokapital bereitzustellen. Darüber hinaus erfordert die Fortentwicklung unserer Wirtschaft innovative, risikobehaftete Investitionen, die nicht überwiegend mit Fremdmitteln finanziert werden können. Da aber auch bei einer verbesserten Gewinnlage diese Probleme kaum allein durch Eigenfinanzierung zu lösen sein dürften, stellt sich die Frage nach der Bereitstellung von Risikokapital, deren Bedingungen verbessert werden müßten. Dies bedeutet vor allem: Belebung der Aktienemission und der Gründung von (bzw. Umgründung in) Aktiengesellschaften. Dabei wäre zu prüfen, ob sich nicht einige der auf dem Gebiet der Besteuerung sowie bei den Emissionskosten bestehenden Hemmnisse beseitigen ließen und ob es generell angezeigt ist, Gewinne, die Unternehmen für die Innenfinanzierung von Investitionen und damit Arbeitsplätzen einbehalten, den gleichen hohen Steuersätzen unterworfen sein sollten wie das individuelle Einkommen eines Großverdieners, die heute den Maßstab für die Höhe des Körperschaftsteuersatzes und die Grenzsteuersätze der Einkommensteuer abgeben.

## Summary

### Weak Financial Points of the German Economy

For all its efficiency compared to other countries, for a long time now the German economy has exhibited clear symptoms of structural weaknesses, especially in the financial field. One grave feature is the inadequate net assets for firms, which have dropped within 16 years from nearly 30 % of the balance-sheet total to about 20 %. The chief cause of inadequate net asset formation is too low earnings of the firms. They diminish a firm's capability of strengthening its capital basis out of its own resources and they impair the chances of procuring risk capital on the market. The earnings of firms have been reduced not only by foreign trade factors, particularly the two jumps in petroleum prices and the inadequate manner in which the domestic distribution process coped with them, but also by the rising burden of taxation, including all types of levy.

A second weak point is the increase in short-term indebtedness relative to the total borrowings of firms, in which connection importance attaches to interest-rate considerations, which under certain circumstances make it seem advisable to borrow short-term funds at high rates in the hope of being able later on to consolidate debts on more favourable terms for longer periods. This, however, introduced additional uncertainties into the financing

structure. Low net assets and the declining proportion of long-term borrowings made many firms more sensitive to interest-rate changes, which play an important role especially in phases of steeply rising interest rates, but which has also become a problem on account of market fluctuations of interest rates in both directions over the course of the years. Those fluctuations are, above all, an expression of greater disequilibria at home and in the rest of the world, that is, of the higher inflation rates, balance-of-payments disequilibria, greater instability of exchange rates, and growing deficits in government budgets. Smaller interest-rate fluctuations, and hence less uncertainty in the planning data of firms, can be achieved, if the mentioned disequilibria at home and relative to the rest of the world can be diminished.

The remedy for the financial weaknesses lies, of course, in improving the earning capabilities of firms. Without sufficient earnings there can be neither adequate self-financing nor enough incentive to provide risk capital. Over and above this, the continuing development of our economy calls for innovative, risk investments, which cannot be financed mainly with borrowed funds. But since these problems will hardly be able to be solved by self-financing within the firms alone, the question of provision of risk capital presents itself, for which terms and conditions would have to be improved. This means primarily: stimulation of share issues and the foundation of (or conversion into) public companies. In this connection it should be examined whether it is possible in the field of taxation and with respect to issuing costs to remove some of the existing obstacles, and whether it is generally advisable to subject profits retained by firms for internal financing of investments, and hence of jobs, to the same high tax rates as individual high-bracket income, which now serves as a yardstick for the height of the corporate income tax rate and the marginal personal income tax rates.

## **Résumé**

### **Les points faibles financiers de l'économie allemande**

En dépit de sa haute compétitivité en comparaison internationale, l'économie allemande montre depuis longtemps de nets symptômes de faiblesses structurelles, en particulier dans le domaine financier. Gravissime est d'abord l'insuffisance des capitaux propres des entreprises qui en 16 ans ont chuté de 30 à quelque 20 % des sommes de bilan. La cause principale de cette insuffisante formation de capital propre est la rentabilité trop étreinte des entreprises. Celle-ci réduit la capacité de l'entreprise de conforter de ses propres forces sa base de capital et diminue aussi les chances de se procurer du capital à risque sur le marché. La rentabilité des entreprises n'est pas seulement rognée par des causes extérieures, notamment par les deux chocs pétroliers et leur insuffisante maîtrise dans le processus de répartition intérieure, mais encore par la charge fiscale croissante, toutes taxes incluses.

Un deuxième point faible résulte de la progression de l'endettement à court terme dans le financement externe total des entreprises pour des motifs

de taux d'intérêt notamment, puisqu'il a paru dans les circonstances données recommandable de s'endetter très cher à court terme dans l'espoir de pouvoir ultérieurement consolider ses engagements à des conditions plus favorables. Des risques supplémentaires firent ainsi leur apparition dans la structure du financement. Une couverture plus étroite en fonds propres et le poids croissant de l'endettement à long terme ont rendu nombre d'entreprises plus vulnérables aux modifications des taux d'intérêt, ce qui joue un rôle notamment dans les phases rapidement ascensionnelles des taux, mais également en raison de l'augmentation d'amplitude des variations dans les deux sens des taux qui firent problème au fil des années. Cette dernière traduit essentiellement l'augmentation des déséquilibres dans le pays et dans le reste de l'univers, à savoir la hausse des taux d'inflation, les détériorations des balances des paiements, l'instabilité croissante des taux de change et l'augmentation des déficits publics. L'on peut réussir à réduire les variations des taux d'intérêt et donc l'incertitude des dispositions à prendre par les sociétés si l'on parvient à diminuer les déséquilibres précités dans le pays et par rapport au reste du monde.

Le pivot de l'élimination des points faibles financiers se situe à vrai dire dans l'amélioration de la rentabilité des entreprises. Sans bénéfices suffisants, il n'y aura ni financement propre suffisant, ni incitation satisfaisante à offrir du capital à risque. Au surplus, la poursuite du développement de notre économie requiert des investissements innovateurs et non dénués de risques, qu'il ne convient pas de financer trop largement sur des moyens externes. Mais comme même une rentabilité améliorée ne pourrait résoudre seule ces problèmes par autofinancement, la question se pose de l'offre de capital à risque, dont les conditions doivent être améliorées. Cela signifie avant tout: relance de l'émission d'actions et de la création de (ou transformation en) sociétés par actions. Il faudrait examiner dans ce contexte les moyens d'éliminer certaines entraves d'ordre fiscal ou du domaine des coûts d'émission et l'intérêt de ne plus soumettre les bénéfices que les entreprises réservent à l'autofinancement d'investissements, et donc d'emplois; aux mêmes taux élevés d'imposition que les gros revenus individuels, qui constituent aujourd'hui les critères de fixation du taux de l'impôt des sociétés et des taux marginaux de l'impôt sur les revenus.