

# Die Finanzierung der österreichischen Aktiengesellschaften

*Der folgende Aufsatz wertet die Bilanzstatistik des Österreichischen Statistischen Zentralamtes aus. Er beschreibt, wie sich die Industrie-Aktiengesellschaften im Zeitraum 1956/65 finanzierten und für welche Zwecke sie ihre Finanzierungsmittel verwendeten. Die Ergebnisse liefern Grundlagen für die Analyse der Wachstums- und Finanzierungsprobleme der österreichischen Industrie.*

Die Unternehmungsbilanzen enthalten die Vermögens- und Kapitalbestände zu bestimmten Zeitpunkten. Aus diesen Stichtagsbilanzen lassen sich Bewegungsbilanzen oder *Finanzierungsrechnungen* ableiten, die die Bestandsveränderungen in bestimmten Zeiträumen erfassen. Die vorliegende Auswertung der Bilanzstatistik beschränkt sich hauptsächlich auf die Finanzierungsrechnung. Auf die Bilanzrelationen zu bestimmten Stichtagen und ihr Verhältnis zu den zeitraumbezogenen Finanzierungsrelationen wird nur im letzten Abschnitt hingewiesen.

Die Kapitalzuwächse in bestimmten Zeiträumen werden als *Finanzierungsquellen* (oder Aufkommen an Finanzierungsmitteln) und die Vermögenszuwächse als *Verwendung von Finanzierungsmitteln* (oder Investitionen im weiteren Sinn des Wortes) bezeichnet. Die Finanzierungsmittel können entweder vom Unternehmen selbst erwirtschaftet (*Innenfinanzierung*) oder auf dem Markt durch Kapitalerhöhungen oder Kreditaufnahmen beschafft werden (*Außenfinanzierung* in Form von Eigenkapital oder Fremdkapital). Die Summe der Finanzierungsmittel wird für *Investitionen* in das Anlagevermögen und in das Umlaufvermögen verwendet, wobei unter Investition nicht nur die Anschaffung von Sachgütern (Anlagen, Vorräte), sondern auch von Finanzvermögen (Geld, Forderungen, Beteiligungen) verstanden wird.

Als Grundmaterial dienten die vom Österreichischen Statistischen Zentralamt zusammengefaßten *Bilanzen der Industrie-Aktiengesellschaften* (Gruppe „Verarbeitendes Gewerbe und Industrie“ ohne die Klasse 05 „Bauwesen und Bauhilfsbetriebe“ sowie die Klasse 12 „Graphische Industrie“, aber einschließlich der Klasse 02 „Bergbau“) der Jahre 1955 bis 1965. Die Zahl der erfaßten Aktiengesellschaften schwankte etwas von Jahr zu Jahr (in den fünfziger Jahren nahm sie fast durchwegs zu), wobei nicht bekannt ist, ob sich der tatsächliche Firmenkreis oder nur seine statistische Erfassung änderte. Dieser Fehler fällt jedoch im allgemeinen nicht ins Gewicht. Finanzierungsquellen und Investitionen der

einzelnen Jahre wurden als Differenz der Bestände zwischen zwei Bilanzstichtagen errechnet. Nur die Zugänge zum Anlagevermögen wurden nicht *netto* (Zuwachs des Anlagevermögens), sondern *brutto* (vor Abzug der Abschreibungen und Anlagenabgänge) erfaßt. Dementsprechend scheinen Abschreibungen und Anlagenabgänge als Finanzierungsquelle auf der Passivseite auf.

Die Darstellung der Brutto-Bewegungen auf den Anlagekonten ist in Finanzierungsrechnungen allgemein üblich. Sie wurde nicht zuletzt deshalb übernommen, weil auf diese Weise das heikle Problem umgangen werden konnte, wieweit die Abschreibungen vom Anlagevermögen (insbesondere die vorzeitigen Abschreibungen) stille Reserven enthalten. Man muß sich jedoch bewußt sein, daß die Mischung von Brutto- und Netto-Größen verzerrte Ergebnisse liefern kann<sup>1)</sup>.

Die Finanzierungsrechnung wird nach folgendem Schema erstellt:

<i>Verwendung der Finanzierungsmittel</i>	<i>Aufbringung der Finanzierungsmittel</i>
(Investitionen)	(Finanzierungsquellen)
Zugang zum Anlagevermögen	Innenfinanzierung
Zugang zum Umlaufvermögen	Abschreibungen + Abgänge
Sonstige Mittelverwendung	Rücklagen + Gewinn
	Sonstige Innenfinanzierung
	Außenfinanzierung
	Verbindlichkeiten
	Grundkapital

Einiger Erläuterungen bedürfen die Posten „Sonstige Mittelverwendung“ und „Sonstige Innenfinanzierung“.

<sup>1)</sup> Diese Problematik kann hier nur am Rande angedeutet werden. Wächst der Stock des Anlagekapitals stetig mit einer konstanten Rate, dann haben Brutto-Investitionen, Abschreibungen und Netto-Investitionen die gleiche Zuwachsrate (bei konstanter Lebensdauer der Anlagegüter und verbrauchsbedingten Abschreibungen). Verlangsamt sich jedoch das Wachstum des Kapitalstocks, dann steigen die Abschreibungen prozentuell stärker als die Brutto-Investitionen und diese wieder stärker als die Netto-Investitionen.

rung“. Unter Sonstige Mittelverwendung wurde nicht nur die Zunahme der auf der Aktivseite der Bilanzen aufscheinenden Posten Aktive Rechnungsabgrenzungen und Verluste, sondern auch die Abnahme verschiedener Bilanzpassiva, wie Rückstellungen, Rücklagen, Gewinn und Passive Rechnungsabgrenzungen, zusammengefaßt. Umgekehrt enthält die Sonstige Innenfinanzierung nicht nur die Zunahme der Passivposten Rückstellungen und Passive Rechnungsabgrenzungen, sondern auch die Abnahme der Aktivposten Verluste und Aktive Rechnungsabgrenzungen. Diese Zuordnung wurde gewählt, um negative Größen zu vermeiden. Ein Abbau von Rückstellungen wurde nicht als „negative“ Finanzierungsquelle, sondern als Mittelverwendung bezeichnet.

Die Ergebnisse der Finanzierungsrechnung werden im folgenden in mehrfacher Hinsicht ausgewertet und kommentiert: Zunächst werden Struktur und Verwendung der Finanzierungsmittel im gesamten Zeitraum 1956/65 beschrieben, dann werden die kurzfristigen konjunkturbedingten Reaktionen und schließlich die mittelfristigen Entwicklungstendenzen behandelt. Das letzte Kapitel vergleicht Finanzierungsströme mit Bilanzrelationen.

### Hauptergebnisse

Die österreichischen Industrie-Aktiengesellschaften haben ihren Brutto-Vermögenszuwachs hauptsächlich aus Mitteln finanziert, die sie selbst erwirtschafteten. Der Anteil der *Innenfinanzierung*<sup>1)</sup> an der gesamten Mittelaufbringung betrug 1956/1965 durchschnittlich 78%. Er war in der verstaatlichten Industrie (81%) höher als in der privaten (76%). Zum Vergleich sei erwähnt, daß die Industrie-Aktiengesellschaften in der Bundesrepublik Deutschland in der Periode 1953/60 eine Innenfinanzierungsquote von 64% hatten<sup>2)</sup>.

Im allgemeinen ist die Innenfinanzierungsquote rasch wachsender Unternehmungen und Branchen geringer als die stagnierender Zweige. Kräftiges Wachstum erfordert hohe Investitionen, die selbst dann nur zu einem relativ geringen Teil selbstfinanziert werden können, wenn hohe Erträge erwirt-

<sup>1)</sup> Zur Innenfinanzierung gehören auch Beträge, die für künftige (nach Höhe und Zeitpunkt noch unbestimmte) Verpflichtungen reserviert werden (Rückstellungen). Der Begriff ist daher weiter als jener der Selbstfinanzierung, die nur Gewinne und Abschreibungen umfaßt

<sup>2)</sup> Siehe H. L i p f e r t, Wandlungen von Kapitalstruktur und Finanzierungsformen deutscher Industrie-Aktiengesellschaften. In „Strukturwandlungen einer wachsenden Wirtschaft“, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Neue Folge, Band 30/II, Berlin 1964, S. 576 ff. Da die einzelnen Bilanzposten auf gleiche Weise zugerechnet wurden, sind die Ergebnisse der deutschen und der österreichischen Finanzierungsrechnung unmittelbar vergleichbar

### Produktionswachstum und Innenfinanzierungsquote

	Reales Produktionswachstum Veränderung 1965 geg. 1956	Durchschnittl. Innenfinanzierungsquote in %
Chemische Industrie	131	68
Holzindustrie	123	82
Bekleidungsindustrie	92	59
Stein- u. keram. Industrie (einschl. Glasindustrie)	70	78
Lederindustrie	56	67
Papierindustrie	53	85
Maschinen- u. Fahrzeugbau, Eisen- u. Stahlherzeugung, Elektroindustrie	47	77
Textilindustrie	46	73
Nahrungs- u. Genußmittelindustrie	41	83
Bergbau	16	84
Industrie insgesamt	58	78

schaftet werden. Dieser Zusammenhang läßt sich zumindest in groben Zügen für die österreichischen Industrie-Aktiengesellschaften nachweisen. Faßt man die Branchenindizes der realen Industrieproduktion zu den in der Aktienbilanzstatistik unterschiedenen Fertigungszweigen zusammen, so ergibt sich folgendes:

Die „Wachstumsindustrien“ Chemie (reales Produktionswachstum 1956/65 +131%) und Bekleidung (+92%) hatten unterdurchschnittliche Innenfinanzierungsquoten (68% und 59%). Umgekehrt konnten einige Zweige, die im Beobachtungszeitraum nur schwach expandierten, wie Bergbau (realer Produktionszuwachs +16%), Nahrungs- und Genußmittelindustrie (+41%) sowie Papierindustrie (+53%), ihre Vermögenszuwächse in einem überdurchschnittlich hohen Maße selbstfinanzieren (Innenfinanzierungsquoten: 84%, 83%, 85%). Der negative Zusammenhang zwischen Produktionswachstum und Innenfinanzierung besteht allerdings nicht durchwegs. Die Holzverarbeitung kam trotz kräftig steigender Produktion (+123%) größtenteils (zu 82%) mit internen Finanzierungsquellen aus, die Lederindustrie war trotz schwach steigender Produktion (+56%) stark auf die Außenfinanzierung angewiesen (Innenfinanzierungsquote 67%). Die Abweichungen dürften sich zum Teil daraus erklären, daß in den zuletzt genannten Zweigen nur relativ wenige Firmen die Rechtsform der Aktiengesellschaft haben. Ihre Finanzierungsstruktur ist daher nicht für die gesamte Branche repräsentativ.

Die weitaus wichtigste Finanzierungsquelle, nicht nur der Innenfinanzierung, sondern der Gesamtfinanzierung, waren die *buchmäßigen Abschreibungen* (einschließlich Anlagenabgänge). Auf sie entfielen 1956/65 durchschnittlich 84% der Innenfinanzierung und zwei Drittel der Gesamtfinanzierung (verstaatlichte Industrie 70%, private Industrie 58%)

**Finanzierungsquellen und Vermögensanlagen der Industrie-Aktiengesellschaften**

	Industrie insgesamt	Private Unterneh- mungen	Verstaatl Industrie
Ø 1956/65 in %			
<i>Mittelaufbringung</i>			
Abschreibungen + Abgänge	65	58	70
Rücklagen + Gewinne	6	7	5
Sonstige Innenfinanzierung	7	11	6
Innenfinanzierung	78	76	81
Verbindlichkeiten	17	19	14
Grundkapital	5	5	5
Außenfinanzierung	22	24	19
Insgesamt	100	100	100
<i>Mittelverwendung</i>			
Zugang Anlagevermögen	71	71	70
Zugang Umlaufvermögen	23	23	19
Sonstige Mittelverwendung	6	6	11
Insgesamt	100	100	100

Höhe und Entwicklung der Abschreibungen wurden maßgeblich durch die sogenannte „Bewertungsfreiheit“ (vorzeitige Abschreibungen im Jahre der Anschaffung von Anlagegütern) bestimmt. Verglichen mit den Abschreibungen hatten die übrigen Quellen der Innenfinanzierung nur untergeordnete Bedeutung. Auf die ausgewiesenen Gewinne und Rücklagen entfielen 6%, auf die Sonstige Innenfinanzierung (hauptsächlich Rückstellungen) 7% aller Finanzierungsmittel (8% und 9% der Innenfinanzierung). Es fällt auf, daß durch Rückstellungen mehr Finanzierungsmittel aufgebracht wurden als durch offene Gewinne und Rücklagen. Die Rückstellungen stehen den Unternehmungen zum Teil langfristig (z. B. Abfertigungsrückstellungen) zur Verfügung, zum Teil sind sie formell kurzfristig (z. B. Steuer-rückstellungen), bilden aber einen roulierenden Fonds, der wächst, solange das Unternehmen floriert.

Der Anteil der Innenfinanzierung an der Gesamtfinanzierung hängt von den Erträgen und der Finanzierungspolitik der Unternehmungen ab. Auch bei günstiger Ertragslage bleibt die Innenfinanzierungsquote relativ gering, wenn die Unternehmungen ihre Gewinne großteils in Form von Dividenden ausschütten und sich neue Finanzierungsmittel auf dem Aktienmarkt (Erhöhung des Grundkapitals) beschaffen. Für eine solche Finanzierungspolitik fehlten in Österreich in der Berichtsperiode die objektiven und subjektiven Voraussetzungen (geringe Erzielbarkeit des Aktienmarktes, steuerliche Förderung der Selbstfinanzierung, starke Stellung des Managements, Doppelbesteuerung der Aktien). Durch Erhöhung des Grundkapitals wurden 1956/65 nur 5% der gesamten Finanzierungsmittel aufgebracht. Selbst diese Quote dürfte etwas zu hoch sein, da 1956 noch unechte Kapitalerhöhungen (Kapitalberichtigungen) im Zuge der Schillingeröffnungsbilanzen erfaßt wurden.

Soweit die Unternehmungen nicht über genügend interne Finanzierungsquellen verfügten, beschafften sie sich zusätzliche Finanzierungsmittel hauptsächlich durch Kreditaufnahme. Von der gesamten Außenfinanzierungsquote von 22% im Zeitraum 1956/65 entfielen 17% (private Industrie 19%, verstaatlichte Industrie 14%) auf den Zuwachs an Verbindlichkeiten.

Ähnlich wie unter den Finanzierungsquellen die Abschreibungen, dominierten in der Mittelverwendung die Zugänge zum Anlagevermögen. (Beide Erscheinungen sind hauptsächlich eine Folge der Brutto-Erfassung der Anlagenzugänge.) 1956/65 wurden 71% des Gesamtaufkommens an Finanzierungsmitteln für die Anschaffung von Sachanlagegütern sowie für den Erwerb von Beteiligungen und immateriellen Werten ausgegeben (private Industrie 71%, verstaatlichte Industrie 70%). Der Anteil der Brutto-Anlageinvestitionen war besonders hoch in kapitalintensiven Wirtschaftszweigen, wie Bergbau, Baustoffindustrie und Papierindustrie.

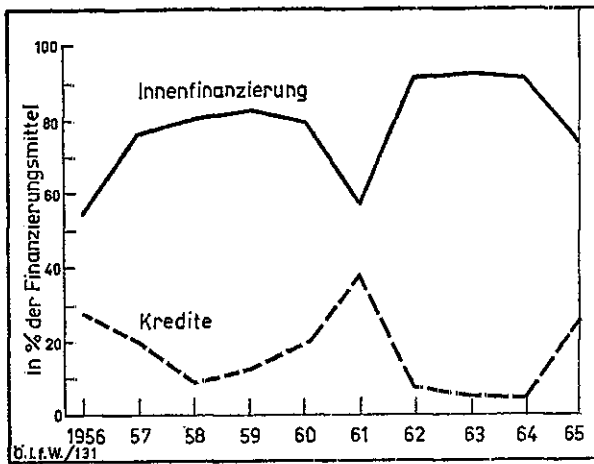
23% (private Industrie 23%, verstaatlichte Industrie 19%) der Finanzierungsmittel wurden zur Erweiterung des Umlaufvermögens verwendet. Davon entfielen 42% auf Warenvorräte, 52% auf Forderungen und der Rest auf flüssige Mittel und Wertpapiere (abzüglich Wertberichtigungen). Wertpapieranlagen wurden nur in geringem Umfang ausgewiesen. Das hängt hauptsächlich damit zusammen, daß die Unternehmungen steuerbegünstigte Papiere erwarben, die im Jahr der Anschaffung abgeschrieben wurden. Die Sonstige Mittelverwendung beanspruchte 6% der Finanzierungsmittel. Sie ist das Gegenstück zur Sonstigen Innenfinanzierung (zum Teil handelt es sich um die gleichen Bestandsveränderungen mit umgekehrten Vorzeichen, wie Bildung und Auflösung von Rückstellungen) und hatte eine ähnliche Größenordnung.

**Konjunkturlinüsse**

Die Struktur der Finanzierungsmittel und ihre Verwendung schwankt mit der Konjunktur. Obschon die Finanzierungsrechnung nur für zehn Jahre vorliegt und sich verschiedene Sondereinflüsse (z. B. die vorübergehende Aufhebung der Bewertungsfreiheit 1956) störend auswirkten, ist ein typisches Konjunkturmuster erkennbar:

Die Unternehmungen erzielen im Konjunkturaufschwung höhere Erträge und nehmen größere Rückstellungen vor. Dennoch müssen sie verstärkt auf Fremdmittel zurückgreifen, da gleichzeitig die Vermögensanlagen kräftig steigen. Besonders viele Kredite werden im oberen Wendepunkt der Konjunktur

Anteil der Innenfinanzierung und der Kreditaufnahmen an den Finanzierungsmitteln 1956/65



Die Struktur der Finanzierungsmittel schwankt mit der Konjunktur. Im Konjunkturaufschwung erzielen die Unternehmer zwar höhere Erträge, beanspruchen aber gleichzeitig verstärkt Fremdmittel, da sie ihre Vermögensanlagen kräftig ausweiten. In der Konjunkturabschwächung dagegen sinken die Vermögensanlagen stärker als die Erträge. Dadurch steigt die Innenfinanzierungsquote

schen 54% (1956) und 92% (1963). Er lag in Phasen gedämpfter Konjunktur, wie 1958 (80%) und 1959 (82%) sowie 1962 (91%) und 1963 (92%), über dem Durchschnitt (78%), obschon in diesen Jahren die von den Unternehmungen erwirtschafteten Finanzierungsmittel nicht oder nur mäßig wuchsen. Die *Außenfinanzierungsquote* (Mittelwert 22%) erreichte Spitzenwerte unmittelbar nach Hochkonjunkturjahren, wie 1956 (46%), 1961 (43%) und 1965 (26%). Sieht man von 1956 ab, wo vermutlich noch die Erstellung von Schillingeröffnungsbilanzen die Finanzierungsstruktur verzerrte, so wurden die zusätzlichen Finanzierungsmittel hauptsächlich durch Kreditaufnahme aufgebracht. 1961 entfielen 38% und 1965 26% der gesamten Finanzierungsmittel auf Verbindlichkeiten, gegen nur 17% im Durchschnitt 1956/65.

Auf der Verwendungsseite sind vor allem die kurzfristigen Schwankungen der *Anlage- und Lagerinvestitionen* interessant, da sie nicht nur Folge, sondern auch Bestimmungsgrund der Konjunktur sind. Anlage- und Lagerinvestitionen schwankten im Zeit-

Entwicklung der Finanzierungsquellen der Industrie-Aktiengesellschaften

	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
Mill. S										
Abschreibungen u. Abgänge	2 739,9	4 455,6	4 422,1	4 544,6	5 399,9	5 153,9	5 262,0	5 160,2	5 063,7	5 179,5
Rücklagen und Gewinne	328,6	206,4	251,1	309,9	1 059,9	—	338,9	443,1	822,2	592,6
Sonstige Innenfinanzierung	138,3	30,3	548,0	686,4	739,1	567,2	684,8	562,3	946,3	483,6
<b>Innenfinanzierung</b>	<b>3 206,8</b>	<b>4 692,0</b>	<b>5 221,2</b>	<b>5 540,9</b>	<b>7 198,9</b>	<b>5 721,1</b>	<b>6 285,7</b>	<b>6 165,6</b>	<b>6 832,2</b>	<b>6 255,7</b>
Verbindlichkeiten	1 625,1	1 267,1	605,4	836,6	1 767,5	3 840,8	496,8	344,9	336,7	2 185,5
Grundkapital	1 098,9	200,1	665,8	344,4	88,6	434,0	97,0	169,5	292,1	37,9
<b>Außenfinanzierung</b>	<b>2 724,0</b>	<b>1 467,2</b>	<b>1 271,2</b>	<b>1 181,0</b>	<b>1 856,1</b>	<b>4 274,8</b>	<b>593,8</b>	<b>514,4</b>	<b>628,8</b>	<b>2 223,4</b>
<b>Gesamte Mittelaufbringung</b>	<b>5 930,8</b>	<b>6 159,2</b>	<b>6 492,2</b>	<b>6 721,9</b>	<b>9 055,0</b>	<b>9 995,9</b>	<b>6 879,5</b>	<b>6 680,0</b>	<b>7 461,0</b>	<b>8 479,1</b>
in %										
Abschreibungen u. Abgänge	46,2	72,3	68,1	67,6	59,6	51,6	76,5	77,3	67,9	61,1
Rücklagen und Gewinne	5,5	3,4	3,9	4,6	11,7	—	4,9	6,6	11,0	7,0
Sonstige Innenfinanzierung	2,4	0,5	8,4	10,2	8,2	5,6	10,0	8,4	12,6	5,7
<b>Innenfinanzierung</b>	<b>54,1</b>	<b>76,2</b>	<b>80,4</b>	<b>82,4</b>	<b>79,5</b>	<b>57,2</b>	<b>91,4</b>	<b>92,3</b>	<b>91,5</b>	<b>73,8</b>
Verbindlichkeiten	27,4	20,6	9,3	12,5	19,5	38,4	7,2	5,2	4,6	25,8
Grundkapital	18,5	3,2	10,3	5,1	1,0	4,4	1,4	2,5	3,9	0,4
<b>Außenfinanzierung</b>	<b>45,8</b>	<b>23,8</b>	<b>19,6</b>	<b>17,6</b>	<b>20,5</b>	<b>42,8</b>	<b>8,6</b>	<b>7,7</b>	<b>8,5</b>	<b>26,2</b>

oder kurz nachher beansprucht, wenn die Erträge bereits zu sinken beginnen, aber noch alte Bestellungen auf Investitionsgüter ausgeliefert und bezahlt werden. Umgekehrt sinken in Perioden der Konjunkturabschwächung die Vermögensanlagen stärker als die Erträge, die Außenfinanzierung wird eingeschränkt und die Bilanzen der Unternehmungen „konsolidieren“ sich.

Die konjunkturbedingten Umschichtungen in den Finanzierungsquellen lassen sich an Hand der Innen- und Außenfinanzierungsquoten der Industrie-Aktiengesellschaften im Zeitraum 1956/65 verfolgen. Der Anteil der *Innenfinanzierung* an der gesamten Mittelaufbringung schwankte in den einzelnen Jahren zwi-

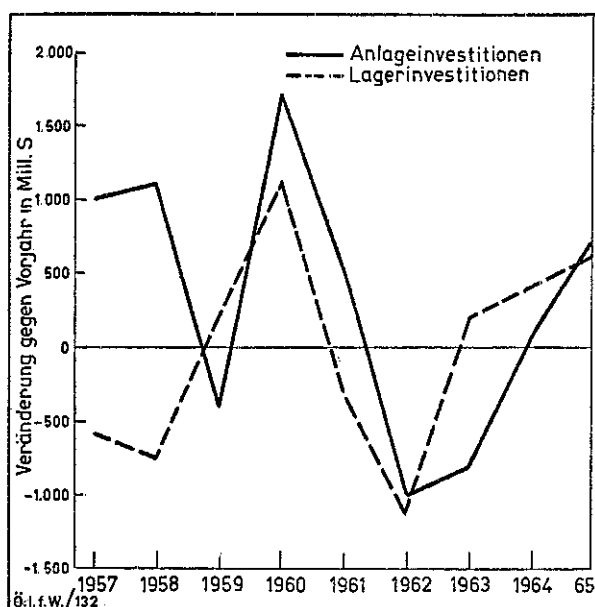
raum 1956/65 absolut annähernd gleich stark. Beide hatten die höchsten Zuwächse 1960 mit +1,7 Mrd. S und +1,2 Mrd. S und die stärksten Rückgänge 1962 mit -1,0 Mrd. S und -1,1 Mrd. S. Die Aktienbilanzstatistik bestätigt somit die aus der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung bekannte, aber in der laufenden Konjunkturdiagnose wegen des Fehlens rezenter Lagerstatistiken oft vernachlässigte Tatsache, daß die Lagerdispositionen der Unternehmer die Konjunktur mindestens ebenso stark beeinflussen wie die Investitionsentscheidungen im engeren Sinn.

Unterschiede zwischen beiden Vermögensanlagen bestehen in der zeitlichen Reaktion im Konjunkturver-

## Entwicklung der Vermögensanlagen der Industrie-Aktiengesellschaften

	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
	Mill. S									
Zugang zum Anlagevermögen . . . . .	2.986 1	4.007 6	5.138 1	4.719 2	6.440 3	6.948 3	5.981 1	5.157 0	5.253 6	5.978 4
Zugang zum Umlaufvermögen . . . . .	2.131 0	1.795 5	761 2	1.313 6	2.600 0	2.067 8	637 1	1.503 4	2.073 9	2.190 0
Sonstige Mittelverwendung . . . . .	813 7	356 1	593 1	689 1	14 7	979 8	261 3	19 6	133 5	310 7
Gesamte Mittelverwendung . . . . .	5.930 8	6.159 2	6.492 4	6.721 9	9.055 0	9.995 9	6.879 5	6.680 0	7.461 0	8.479 1
	in %									
Zugang zum Anlagevermögen . . . . .	50 3	65 1	79 1	70 2	71 1	69 5	86 9	77 2	70 4	70 5
Zugang zum Umlaufvermögen . . . . .	35 9	29 2	11 7	19 5	28 7	20 7	9 3	22 5	27 8	25 8
Sonstige Mittelverwendung . . . . .	13 8	5 7	9 2	10 3	0 2	9 8	3 8	0 3	1 8	3 7

## Brutto-Anlage- und Lagerinvestitionen der Industrie-Aktiengesellschaften 1957/65



Anlage- und Lagerinvestitionen schwanken im Konjunkturverlauf annähernd gleich stark, doch passen sich die Lagerinvestitionen der Konjunktur rascher an als die Anlageinvestitionen, deren Vorbereitung und Durchführung einige Zeit beansprucht

lauf. Die Lagerinvestitionen passen sich rascher der Konjunktur an. Sie begannen bereits an den unteren Konjunkturwendepunkten 1959 (+200 Mill. S) und 1963 (+170 Mill. S) zu steigen, wogegen die Anlageinvestitionen in diesen Jahren noch sanken (-400 Mill. S, -600 Mill. S). Umgekehrt nahmen die Lager-

investitionen bereits im Konjunkturrückgang oder in den ersten Phasen der Konjunkturdämpfung ab, wie z. B. 1957 (-600 Mill. S) oder 1961 (-300 Mill. S), wogegen die Anlageinvestitionen noch zunahmen (+1.000 Mill. S, +500 Mill. S), weil Vorbereitung und Durchführung von Anlageinvestitionen meist einige Zeit beanspruchen.

Auch das *Finanzumlaufvermögen* läßt charakteristische Konjunkturschwankungen erkennen. Die Forderungen nahmen im Übergang von der Hochkonjunktur zur Konjunkturabschwächung (1957, 1961, 1965) besonders kräftig zu, offenbar weil die Kunden längere Zahlungsziele beanspruchten. Die flüssigen Mittel wurden in den Spätphasen einer Konjunkturdämpfung und zu Beginn der Erhöhung aufgestockt (1959, 1963) und nach Konjunkturrückgängen (1961, 1965) abgebaut.

## Mittelfristige Entwicklungstendenz

Neben den konjunkturbedingten Schwankungen ist der *mittelfristige Trend* von Interesse. Von 1956 bis 1961 stieg das Finanzierungsvolumen von Jahr zu Jahr. 1956 betrug es 5,9 Mrd. S, 1961 bereits 7 Mrd. S. Selbst in Jahren schwacher Konjunktur wurden noch Zuwächse erzielt, wenngleich nicht so kräftige wie in Jahren guter Konjunktur. Dieser steigende Trend hörte 1961 auf. In der folgenden Konjunkturschwäche sank das Finanzierungsvolumen um 3,3 Mrd. S und erholte sich danach nur allmählich. 1965 war es noch um 1,5 Mrd. S niedriger als 1961.

Der Entwicklungsbruch im Aufkommen und in der Verwendung von Finanzierungsmitteln der Industrie-

## Entwicklung der im Umlaufvermögen investierten Mittel der Industrie-Aktiengesellschaften

	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
	Mill. S									
Zugang zum Umlaufvermögen . . . . .	2.131 0	1.795 5	761 2	1.313 5	2.600 0	2.067 8	637 1	1.503 4	2.073 9	2.190 4
davon										
Vorräte . . . . .	1.294 8	723 9	-39 9	157 7	1.386 7	1.117 7	77 9	247 7	646 9	1.296 1
Forderungen . . . . .	894 4	1.086 2	631 9	663 3	752 8	1.202 8	911 7	830 8	707 3	984 7
Flüssige Mittel . . . . .	-30 6	8 4	175 7	397 3	173 7	-207 6	-255 0	268 8	658 0	-153 4

Aktiengesellschaften fiel in eine Phase abnehmenden Wachstums der Industrieproduktion und der Gesamtwirtschaft. Eine statistische Klärung, welche Finanzierungsquellen und welche Anlageformen hauptsächlich für die Tendenzänderung verantwortlich waren, kann daher der Wachstumsforschung nützliche Hinweise liefern.

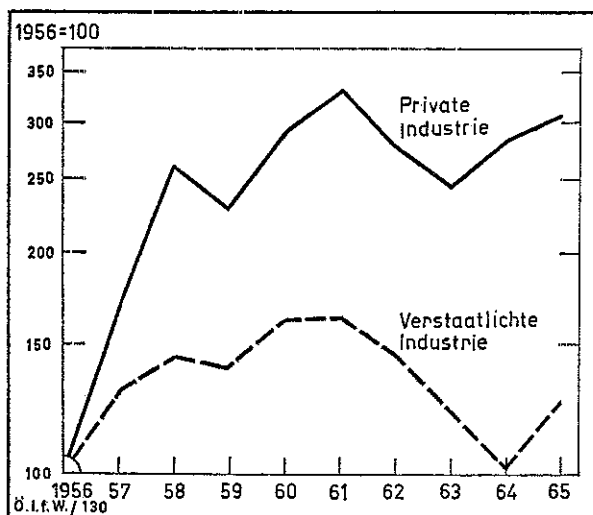
Die Entwicklungstendenz der einzelnen Finanzierungsquellen und Anlageformen läßt sich statistisch nicht immer einwandfrei bestimmen, da viele dieser Größen von Jahr zu Jahr außerordentlich stark fluktuieren. Schon eine oberflächliche Betrachtung der Zahlen zeigt jedoch, daß die meisten keinen ausgeprägten Trend aufweisen. Die Zuwächse des Umlaufvermögens z. B. waren im Durchschnitt der Jahre 1956/60 absolut ebenso groß wie 1961/65. Das gleiche gilt für die ausgewiesenen Gewinne (einschließlich Rücklagen), wobei allerdings zu berücksichtigen ist, daß absolut gleichen Gewinnen bei steigenden Umsätzen sinkende Gewinnspannen entsprechen. Die einzigen Komponenten, die eindeutige Trends und damit Trendänderungen erkennen lassen, sind die Abschreibungen unter den Finanzierungsquellen und die Brutto-Anlageinvestitionen unter den Vermögensanlagen. Die Abschreibungen (einschließlich Abgänge) stiegen von 27 Mrd. S im Jahr 1956 auf 54 Mrd. S im Jahr 1960 und schwankten seither zwischen 51 und 53 Mrd. S. Die Brutto-Anlageinvestitionen wuchsen von 30 Mrd. S im Jahr 1956 auf 69 Mrd. S im Jahr 1961, gingen nachher merklich zurück und waren 1965 mit 60 Mrd. S

noch um fast 1 Mrd. S niedriger als 1961. Die Verflachung des Trends der Brutto-Anlageinvestitionen ließ sich sowohl in den privaten als auch in den verstaatlichten Industrie-Aktiengesellschaften beobachten, war jedoch in der zweiten Gruppe weit stärker. 1956 entfielen noch 60%, 1965 nur 39% der Anlageinvestitionen auf verstaatlichte Unternehmungen.

Die Entwicklung der *buchmäßigen Abschreibungen* wurde maßgeblich durch die steuerliche „Bewertungsfreiheit“ bestimmt. Der Zuwachs 1956/57 erklärt sich hauptsächlich daraus, daß 1956 keine vorzeitigen Abschreibungen vorgenommen werden konnten. Die Stagnation nach 1960 hängt offenbar damit zusammen, daß der Netto-Effekt der Bewertungsfreiheit geringer wurde. Die Unternehmungen konnten zwar weiterhin neue Anlagen vorzeitig abschreiben, aber keine Amortisationsquoten für alte Anlagen mehr verrechnen, die wegen der Bewertungsfreiheit im Anschaffungsjahr bereits voll abgeschrieben waren. In der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre dürften durch vorzeitige Abschreibungen bis zu 15 Mrd. S jährlich stille Reserven gebildet worden sein, in den letzten Jahren nur noch etwa 0,5 Mrd. S (Bei rein verbrauchsbedingten Abschreibungen hätte die Abschreibungssumme im gesamten Zeitraum kontinuierlich, wenngleich nicht jedes Jahr gleich stark, steigen müssen.)

Da die Abschreibungen die bei weitem wichtigste Finanzierungsquelle sind (sie finanzierten 1956/65 durchschnittlich zwei Drittel des gesamten Brutto-Vermögenszuwachses und 91% der Brutto-Anlageinvestitionen), mußte sich ihre Stagnation ab 1960 auf die Brutto-Anlageinvestitionen auswirken, es sei denn, die Unternehmer hätten höhere Gewinne erzielt oder sich stärker über die Kredit- und Kapitalmärkte finanziert. Beides traf nicht zu. Die *ausgewiesenen Gewinne*, die den Unternehmungen verblieben (einschließlich Rücklagen), waren 1961/65 nur absolut gleich hoch wie 1956/60, obschon höhere Umsätze erzielt und weniger stille Reserven gebildet wurden. Gleichzeitig wurde die Beschaffung von neuem *Risikokapital* auf dem Aktienmarkt seit dem Abklingen der Aktienhaussa schwieriger oder zumindest kostspieliger. Durch Erhöhung des Grundkapitals flossen den Unternehmungen 1956/60 durchschnittlich 340 Mill. S pro Jahr zu, 1961/65 nur noch 200 Mill. S. (Die statistisch erfaßte Eigenfinanzierung dürfte allerdings in der ersten Periode zu hoch sein, da sich 1956 noch die Erstellung von Schillingeröffnungsbilanzen auswirkte.)

Die jährlichen Zugänge zum Brutto-Anlagevermögen



Die Anlageinvestitionen nahmen 1956/61 kräftig zu, gingen aber nachher merklich zurück. Der Rückgang war in der verstaatlichten Industrie stärker als in der privaten. Der Anteil der verstaatlichten Industrie an den Brutto-Anlageinvestitionen sank daher von 60% im Jahr 1956 auf 39% im Jahr 1965.

Eine Umschichtung von Selbst- und Eigenfinanzierung auf Fremdfinanzierung war unter den gegebenen Marktverhältnissen nicht immer möglich oder schien den Unternehmungen zu riskant. Die Ver-

*bindlichkeiten* wuchsen 1961/65 absolut nur deshalb etwas stärker (1 440 Mill. S pro Jahr) als 1956/60 (1 220 Mill. S pro Jahr), weil 1961 besonders viele Kredite aufgenommen wurden. Ihr Anteil an den gesamten Finanzierungsmitteln war jedoch mit 16% niedriger als in der ersten Periode (18%).

Diese Ergebnisse lassen sich wie folgt interpretieren: Die Wachstumsproblematik der Industrie hängt eng mit dem Rückgang der Erträge und dem Mangel an geeigneten Finanzierungstechniken zusammen. Seit die „Marktlagen-Gewinne“ der fünfziger Jahre geringer wurden, ist es der Industrie nicht in ausreichendem Maße gelungen, neue Produkte und Verfahren zu entwickeln, die hohe Erträge versprechen. Gleichzeitig erwies sich die Umstellung von der Innen- auf die Außenfinanzierung als schwierig, teils weil die Finanzierungsinstrumente nicht genügend entwickelt waren, teils weil psychologische Hemmungen gegen eine größere Verschuldung bestanden. Die Industriepolitik hat in den letzten Jahren verschiedene Maßnahmen ergriffen oder vorbereitet, die die Ertragsfähigkeit der Unternehmungen steigern (Förderung der Forschung und der Unternehmenskonzentration) und die Außenfinanzierung erleichtern sollen (Entwicklungs- und Erneuerungsfonds, Investitionsbank, Milderung der Doppelbesteuerung von Aktiengesellschaften). Zweckmäßigkeit und Erfolgchancen dieser Maßnahme können in dieser Arbeit nicht erörtert werden.

### Vergleich mit Bilanzrelationen

Da die Finanzierungsrechnung Bestandsänderungen und die Bilanzen Bestände erfassen, besteht zwischen beiden Darstellungsformen eine einfache arithmetische Beziehung. Ein unmittelbarer Vergleich ist allerdings nur nach einer Umformung der Finanzierungsrechnung möglich. Die Anlagenzugänge müs-

sen netto (nach Abzug der Abschreibungen und der Abgänge) statt brutto erfaßt werden. Außerdem sind die Bestandsveränderungen von Bilanzaktiva (unabhängig von ihren Vorzeichen) stets als Mittelverwendung und die Bestandsveränderungen von Bilanzpassiva stets als Finanzierungsquellen einzustufen. Formt man die Finanzierungsrechnung nach diesen Gesichtspunkten um, lassen sich einige interessante Vergleiche ziehen.

Zunächst ist zu erkennen, daß der hohe Anteil der Innenfinanzierung laut Finanzierungsrechnung hauptsächlich eine Folge der Brutto-Darstellung ist. Am Netto-Aufkommen an Finanzierungsmitteln hatten interne Quellen 1956/65 nur einen Anteil von 28%, 15% entfielen auf Kapitalerhöhungen und 57% auf Verpflichtungen. Der Anteil der Verpflichtungen an der Netto-Finanzierung (dem jährlichen Zuwachs des Kapitalbestandes) 1956/65 war mit 57% merklich höher als ihr Anteil an der Bilanz (am Kapitalbestand) 1955 mit 32%. Die ausgewiesene *Verschuldungsquote* der Unternehmungen stieg daher ziemlich stetig bis auf 41% im Jahr 1965, wobei die Zunahme bis 1960 stärker war als seither.

Dieses Ergebnis täuscht allerdings, da die ausgewiesenen Bilanzen zunehmend *stille Reserven* enthalten, die hauptsächlich auf die vorzeitige Abschreibung von Anlagegütern zurückgehen. Die Höhe dieser stillen Reserven konnte nicht verlässlich ermittelt werden (dazu müßten nicht nur die jährlichen vorzeitigen Abschreibungen von Neuanschaffungen, sondern auch die Auflösung stiller Reserven bekannt sein, nachdem die Güter ganz abgeschrieben sind). Überschlägigen Berechnungen<sup>1)</sup> zufolge dürften auf diese Weise zwischen 1956 und 1965 mehr als 9 Mrd. S stille Reserven entstanden sein. Schlägt man sie zur ausgewiesenen Bilanzsumme 1965 hinzu, dann war der Anteil der Verbindlichkeiten 1965 mit 36% um 4 Prozentpunkte höher als 1955 (32%). Tatsächlich dürfte die Verschuldungsquote weniger gestiegen sein, da die stillen Reserven im Anlagevermögen vorsichtig geschätzt und die im Umlaufvermögen (z. B. Kauf steuerbegünstigter Wertpapiere) vernachlässigt wurden.

Zu ähnlichen Ergebnissen kam *Bouffier*<sup>2)</sup>, der eine Stichprobe von 108 privaten Aktiengesellschaften

**Bilanzrelationen und Bilanzveränderungen 1955/65 der Industrie-Aktiengesellschaften**

	Bilanz 1955		Bilanzzuwachs <sup>1)</sup> 1956/65		Bilanz 1965 buchmäßig		Bilanz 1965 korrigiert <sup>2)</sup>	
	Mrd	S %	Mrd	S %	Mrd	S %	Mrd	S %
<b>Vermögen</b>								
Anlagevermögen	19,9	51	5,1	22	25,0	40	34,4	48
Umlaufvermögen <sup>3)</sup>	19,3	49	18,2	78	37,5	60	37,5	52
Insgesamt	39,2	100	23,3	100	62,5	100	71,9	100
<b>Kapital</b>								
Eigenkapital und Rückstellungen <sup>4)</sup>	26,7	68	10,0	43	36,7	59	46,1	64
Verbindlichkeiten	12,5	32	13,3	57	25,8	41	25,8	36
Insgesamt	39,2	100	23,3	100	62,5	100	71,9	100

<sup>1)</sup> Finanzierungsrechnung netto (nach Abzug der buchmäßigen Abschreibungen plus Anlagenabgänge) — <sup>2)</sup> Unter Berücksichtigung der stillen Reserven durch vorzeitige Abschreibungen (geschätzt) — <sup>3)</sup> Einschließlich sonstiger Aktiva — <sup>4)</sup> Einschließlich sonstiger Passiva

<sup>1)</sup> Das Ausmaß der stillen Reserven durch vorzeitige Abschreibungen wurde unter der Annahme geschätzt, daß die verbrauchsbedingte Abschreibungsquote vom Anlagevermögen in allen Jahren ebenso hoch war wie 1956 (in diesem Jahr waren keine vorzeitigen Abschreibungen möglich).

<sup>2)</sup> W. Bouffier, Die Entwicklung der Finanzstruktur in der österreichischen Industrie in „Festschrift Richard Kerschagl zum 70. Geburtstag“ (Herausg. H. Tagwerker, A. Kyrer), Wien 1966, S. 34 ff.

auswertete, wobei ihm Firmenangaben die Erfassung der stillen Reserven aus vorzeitigen Abschreibungen ermöglichten. Danach stieg der Anteil der Verbindlichkeiten von 29,5% in der Schillingeröffnungsbilanz auf 32,1% in den Jahren 1963/64<sup>1)</sup>. Die von Bouffier errechneten Anteile sind etwas niedriger und steigen etwas schwächer als die hier für die Gesamtheit der Aktiengesellschaften geschätzten Anteile.

Auf die möglichen Konsequenzen der Verschuldungsquote auf Konjunktorempfindlichkeit oder längerfristige Expansionsmöglichkeiten der Unternehmungen kann in diesem Zusammenhang nicht eingegangen werden. Es sei jedoch erwähnt, daß in der Bundesrepublik Deutschland die Verschuldungsquote der Industrie-Aktiengesellschaften höher ist und seit Beginn der fünfziger Jahre stärker zugenommen hat als in Österreich. Nach *Lipfert* betrug der Anteil der Verbindlichkeiten der deutschen Industrie-Aktiengesellschaften an der (um die stillen Reserven korrigierten) Bilanzsumme 1950 31,2% und 1960 bereits 37,3%. Seither dürfte die Verschuldungsquote weiter gestiegen sein.

Ähnlich wie zwischen Eigenkapital (einschließlich Rückstellungen) und Verbindlichkeiten auf der Passivseite verschoben sich auf der Aktivseite die Bi-

<sup>1)</sup> Nach Bouffier stiegen besonders stark die Rückstellungen, u. zw. von 7,9% der Bilanzsumme laut Schillingeröffnungsbilanz auf 17,6% 1963/64. Dementsprechend sank der Eigenkapitalanteil von 62,6% auf 50,3%. Die starke Steigerung der Rückstellungen kam dadurch zustande, daß von den vorzeitigen Abschreibungen 40% dem Eigenkapital und 60% den Rückstellungen zugerechnet wurden. Diese Berechnungsmethode ist formal korrekt, ökonomisch jedoch nur dann sinnvoll, wenn die steuerliche Bewertungsfreiheit nicht als eine Dauereinrichtung aufgefaßt wird oder wenn einzelne Unternehmungen ihre Sachanlagen nicht mehr erneuern.

lanzrelationen zwischen *Anlagevermögen* und *Umlaufvermögen* (einschließlich sonstiger Vermögenswerte). Ende 1955 entfielen auf das Anlagevermögen 51% der Bilanzsumme. In der Finanzierungsrechnung 1956/65 hatten aber die Anlagenzugänge netto (nach Abzug der buchmäßigen Abschreibungen) nur einen Anteil von 22%. Infolgedessen verschoben sich die Bilanzrelationen zuungunsten des Anlagevermögens, sein Anteil an der Bilanzsumme betrug 1965 nur noch 40%. Auch hier wirkten die stillen Reserven durch vorzeitige Abschreibungen verzerrend. Rechnet man sie dem Anlagevermögen hinzu, dann sank der Anteil des Anlagevermögens nur von 51% (1955) auf 48% (1965), wogegen der Anteil des Umlaufvermögens von 49% auf 50% stieg. Wieweit es sich dabei um reale Verschiebungen oder bloß um Bewertungsunterschiede handelt (das Anlagevermögen wird zum Anschaffungspreis, das Umlaufvermögen nach dem Niederstwertprinzip bilanziert), läßt sich nicht ohne weiteres feststellen.

Der Hauptgrund dürfte darin liegen, daß das Finanzvermögen stärker wuchs als das Sachvermögen, weil die finanziellen Verflechtungen zwischen den Unternehmungen ausgebaut wurden und mit der Normalisierung der Märkte die Absatzfinanzierung an Bedeutung gewann. Im Umlaufvermögen z. B. stieg der Anteil des Finanzvermögens (Kassa, Forderungen, Wertpapiere) von 46% (1955) auf 53% (1965). Dementsprechend sank der Anteil der Vorräte von 54% auf 47%. Da vom Anlagevermögen ein geringerer Teil auf finanzielle Werte entfällt als vom Umlaufvermögen, mußten sich schon aus diesem Grund die Bilanzrelationen verschieben.

Hans Seidel  
Erich Zeillinger