

Selbstfinanzierung der Unternehmungen

Von

Dr. W. Prion

Professor an der Technischen Hochschule
und Universität Berlin



Berlin
Verlag von Julius Springer
1931

**Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung
in fremde Sprachen, vorbehalten.**

ISBN-13: 978-3-642-98311-5 e-ISBN-13: 978-3-642-99123-3
DOI : 10.1007/978-3-642-99123-3

Vorwort.

Die nachfolgenden Ausführungen stellen den erweiterten Nachdruck eines Vortrages dar, den ich auf der letzten Veranstaltung der Deutschen Vereinigung für staatswissenschaftliche Fortbildung gehalten habe. Ich habe mich zu dieser Veröffentlichung entschlossen, weil eine zusammenhängende Darstellung der Selbstfinanzierung in der Literatur nicht vorhanden ist.

An Schriften, die sich mit der Frage der Selbstfinanzierung beschäftigen, kommen vorzugsweise in Betracht:

W. Hasenack, Die Selbstfinanzierung, ihre betriebs- und volkswirtschaftliche Bedeutung. Berlin 1929 (unveröffentlichte Arbeit).

R. Liefmann, Inlandskapital, Auslandskapital, Kriegstribute. Leipzig 1930.

W. Röpke, Die Theorie der Kapitalbildung. Tübingen 1929.

E. Welter, Wandlungen in der deutschen Kapitalbildung. Frankfurt 1930.

Berlin, 1. März 1931.

W. Prion.

Inhaltsverzeichnis.

	Seite
I. Begriffe und Wesen	1
1. Die verschiedenen Begriffe — 2. Die Faktoren der Selbstfinanzierung — 3. Geldwert oder Sachwert der Kapitalerhaltung? — 4. Selbstfinanzierung und Kapitalbildung.	
II. Selbstfinanzierung und Betrieb	11
1. Die beiden Voraussetzungen — 2. Die Verwendung — 3. Natürliche und kalkulatorische Grenzen — 4. Fords Finanzpolitik.	
III. Die Dividendenpolitik der Aktiengesellschaften	19
1. Grundsätze der Dividendenpolitik — 2. Dividendenpolitik seit 1924 — 3. Börsenkurse und Dividenden — 4. Dividendenrücklagen zur Selbstfinanzierung.	
IV. Die stillen Reserven	28
1. Die Gewinnberechnung unter dem Einfluß der Gewinnverwendung	
2. Weshalb stille Reserven? — 3. Gesetzliche Einschränkungen.	
V. Selbstfinanzierung und Volkswirtschaft	32
1. Der Stellungswechsel — 2. Bedenken und Gefahren — 3. Preispolitik und Selbstfinanzierung — 4. Der Umfang der Selbstfinanzierung — 5. Selbstfinanzierung und Besteuerung.	
VI. Ergebnis	47
VII. Die Selbstfinanzierung im Zeichen des Konjunkturrückganges	49

I. Begriffe und Wesen.

1. Die Begriffe.

Das Wort Selbstfinanzierung wird in verschiedenem Sinne gebraucht. Das Institut für Konjunkturforschung spricht in seinen Berichten von einer „Selbstfinanzierung der Wirtschaft“ und meint damit, daß Industrie- und Handelsbetriebe bei der Deckung ihres Kapitalbedarfs nicht auf die Banken und besonders nicht auf die Reichsbank zurückgreifen. Der Vorgang ist dann so, daß sie sich gegenseitig Kredit gewähren, etwa die Industriebetriebe an die Händler, die Händler an ihre Abnehmer, z. B. Verbraucher, sei es in Form des offenen Buchkredits oder des Wechsels. Höhere Debitoren, vermehrter Wechselumlauf sind der Ausdruck für die steigende Selbstfinanzierung der „Wirtschaft“, wenn nicht gleichzeitig mehr Kredite von den Banken verlangt oder größere Beträge an Wechseln diskontiert werden. Diese „Selbstfinanzierung der Wirtschaft“ ist in der Themastellung nicht gemeint.

Für Selbstfinanzierung wird auch Eigenfinanzierung gesagt, oder genauer: beide Begriffe werden vielfach für dieselbe Erscheinung gebraucht. Zunächst: das „Selbst“ oder das „Eigen“ wird jetzt nicht mehr auf die Wirtschaft bezogen, sondern auf den einzelnen Betrieb. Im Bereich der Einzelwirtschaft versteht man unter Finanzierung die Beschaffung von Geldkapital, mit dem man einen Betrieb errichtet, erweitert oder ausbaut. Dieses Geldkapital kann entweder aus eigenem Vermögen des oder der Inhaber stammen oder von anderer, fremder Seite zur Verfügung gestellt sein. Das von dieser Seite kommende Kapital heißt dann auch Fremdkapital. Diesem Fremdkapital steht das Eigenkapital, also das Kapital des Inhabers, gegenüber. Stecken der bzw. die Inhaber einer Einzelfirma, offenen Handelsgesellschaft, stillen Gesellschaft oder Kommanditgesellschaft neues Kapital aus ihrem Vermögen in den Betrieb, so begründen oder erhöhen sie damit dessen Eigenkapital, und dieser Vorgang wird dann als Eigenfinanzierung bezeichnet.

Bei der Aktiengesellschaft stößt diese Auslegung des Begriffs Eigenfinanzierung auf gewisse Schwierigkeiten. Hier ist das Aktienkapital das eigene Kapital der Aktiengesellschaft. Aber die Inhaber der Aktiengesellschaft, die Aktionäre, stehen doch der Aktiengesellschaft anders gegenüber als die Inhaber der vorhin genannten Einzelfirmen und Personalgesellschaften (so genannt wegen ihres persönlichen Charakters).

Wenn die Aktiengesellschaft ihr Kapital erhöht, so ist es nicht immer so, daß gerade die zurzeit vorhandenen Aktionäre dieses neue Kapital aufbringen. Es kann sein, daß sich nur ein Teil an der Übernahme der neu ausgegebenen Aktien beteiligt und daß eine mehr oder weniger große Zahl von Aktionären neu hinzutritt. Im Falle der Aktiengesellschaft würde dann das Fremdkapital aus Schulden aller Art, Hypotheken, Obligationen, Darlehn, Bankkrediten, Lieferantenschulden bestehen. Es muß aber gesagt werden, daß es hierbei nicht üblich ist, etwa von Eigenfinanzierung bzw. Fremdfinanzierung zu sprechen, wenn man Aktien bzw. Obligationen ausgibt; wohl wendet man die Unterscheidung von Eigenkapital und Fremdkapital an. Erst recht ist es nicht gebräuchlich, hier statt Eigenfinanzierung nun gar Selbstfinanzierung zu setzen.

Noch eine dritte Auslegung des Wortes Selbstfinanzierung muß erwähnt werden: das ist die Kapitalbeschaffung vom Standpunkt einer geschlossenen Volkswirtschaft aus gesehen. Selbstfinanzierung ist dann eine Finanzierung dieser Volkswirtschaft aus sich selbst heraus, aus eigener Kapitalbildung, ohne die Hilfe einer anderen Volkswirtschaft, also des Auslandes. Unter Fremdkapital wird in diesem Zusammenhange ausländisches Kapital verstanden, das auf die eigene Volkswirtschaft übertragen worden ist. Da bei uns in Deutschland das ausländische Kapital für die Deckung der eigentlichen Kapitalbedürfnisse eine große Rolle spielt, so ist es gebräuchlich geworden, in diesem Sinne auch von Fremdfinanzierung und — gesteigert — von finanzieller Überfremdung zu sprechen. Man überträgt dann diese Vorstellung auch auf die Kapitalbildung selbst und stellt die Eigenkapitalbildung der deutschen Volkswirtschaft dem aufgenommenen Fremdkapital gegenüber. Um Verwechslungen zu vermeiden, sollte man allgemein von Fremdkapital als von dem Kapital sprechen, das den Betrieben nicht zu eigen gehört, das sie also zurückzahlen müssen. Dieses Fremdkapital kann sowohl inländisches als auch ausländisches Fremdkapital sein. Ebenso wie das Eigenkapital eines inländischen Betriebes Ausländern gehören, also in diesem Sinne „fremdes“ Eigenkapital sein kann.

Was ist nun Selbstfinanzierung im eigentlichen Sinne und, wie leicht zu erkennen ist, im Sinne des Themas, das uns zu beschäftigen hat? Unter Selbstfinanzierung in diesem Sinne ist zu verstehen: die Finanzierung der Betriebe aus eigener Kraft, aus selbstgewonnenem Kapital, aus dem, was sich der Betrieb selbst erwirtschaftet hat, was nicht von außen her in den Betrieb hineinkommt. Dieses selbsterwirtschaftete Kapital nennen wir in einem Betriebe Überschuß oder Ertrag oder Gewinn. Selbstfinanzierung heißt also: Kapitalbeschaffung aus eigenen Überschüssen, heißt Finanzierung aus dem Gewinn. Für diese Selbstfinanzierung wird auch gesagt: Gewinnakkumulation oder

innere Kapitalbildung oder Kapitalbildung der Unternehmung; am besten ist es, sich der Überschrift dieses Vortrages anzuschließen: Selbstfinanzierung der Unternehmungen¹.

Da der Inhaber der Einzelfirma, bzw. die Teilhaber der Personalgesellschaften den Gewinn sozusagen beziehen und damit — aus eigener Tasche — das Eigenkapital erhöhen können, so fällt hier Eigenfinanzierung und Selbstfinanzierung bis zu einem gewissen Grade zusammen. Trotzdem kann bei der Personalgesellschaft die Eigenfinanzierung auf anderem Wege als die Selbstfinanzierung (aus den Gewinnen) vor sich gehen: wenn der Inhaber von seinem Privatvermögen neues Kapital als Geschäftskapital in den Betrieb steckt. Bei der Aktiengesellschaft, die grundsätzlich die Gewinne ausschüttet, spricht man, wie oben ausgeführt, nicht von Eigenfinanzierung; wohl bildet auch hier die Selbstfinanzierung (aus zurückbehaltenen Gewinnen) ein Mittel, das Eigenkapital zu erhöhen.

2. Die Faktoren der Selbstfinanzierung.

Der Gewinn entsteht aus der Summe der Rotherträge abzüglich der Aufwendungen, die zur Erzielung der Rotherträge gemacht werden mußten. Oder, wie man auch sagt: Erträge abzüglich der Kosten. Bringt man diesen Gewinn in Beziehung zum Kapital, das in dem Betriebe arbeitet, so spricht man von Rentabilität. Die Rentabilität kann höher oder niedriger sein als die Rente, die man sonst für Ausleihung des Kapitals erzielen kann. Der Unternehmer strebt eine höhere Rente an, weil es sich sonst nicht lohnen würde, sein Kapital im Betriebe zu verwenden. Doch ist schon hier zu bemerken, daß es im allgemeinen nicht üblich ist, zwischen einer eigentlichen Verzinsung des Kapitals — etwa in Anlehnung an den sog. landesüblichen Zinssatz — und der Mehrverzinsung, die man auch als Unternehmergeinn bezeichnet, zu unterscheiden. Jedenfalls enthält das, was man als Gewinn bezeichnet, in der Regel beides: Verzinsung des Kapitals und Unternehmergeinn.

Es kommt hinzu, daß dieser sog. Gewinn auch noch gewisse Risikoprämien enthalten kann, die abzusetzen sind, wenn man von einem „reinen“ Gewinn sprechen will. Nur in wenigen Fällen lassen sich für bestimmte Risiken ebenso bestimmte Risikoprämien in den Preis einkalkulieren und später aus dem Erlös wieder rechnerisch aussondern.

¹ Unter Unternehmung soll hier verstanden werden: der kapitalistisch aufgezogene Betrieb, der (nach Liefmann) einen Rentabilitätsvoranschlag aufmacht und eine Geldkapitalrechnung (Bilanz) führt. Betrieb ist die Durchführung der Wirtschaftstätigkeit schlechthin, umfaßt also mehr als die „Unternehmung“, wie z. B. die kleineren Handwerks- und Handelsbetriebe, die noch nicht so von der „Rechenhaftigkeit“ durchdrungen sind.

In diesen Fällen findet, wenn nicht gleichzeitig eine Verlustdeckung durch sie erfolgt, eine Übertragung auf ein Reservekonto statt. Für die allgemeinen Risiken lassen sich weder besondere Zuschläge bei der Preiskalkulation noch nachher besondere Aussonderungen aus dem Gewinn vornehmen. Dann ist der sog. Gewinn als eine Art „roher“ Gewinn anzusehen, der noch die Risikoprämie enthält.

Alles dies klingt einfach und selbstverständlich; versucht man jedoch den Dingen auf den Grund zu gehen, dann ergeben sich allerlei Fragen, deren Unkenntnis leicht zu Mißverständnissen führen kann. Es ist daher nötig, hier, wo von dem Begriff und dem Wesen der Selbstfinanzierung die Rede ist, auf diese Fragen etwas näher einzugehen.

Zunächst: Was heißt: im Betriebe arbeitendes Kapital? Hierunter kann man verstehen,

1. das eigene Kapital des Unternehmens, also was ihm gehört: Kapital des Einzelkaufmanns, der offenen Handelsgesellschaft, der Kommanditgesellschaft, das Stammkapital der GmbH., das Aktienkapital der Aktiengesellschaft, zuzüglich der Reserven und des nicht ausgeschütteten Gewinnes,

2. das Gesamtkapital des Unternehmens, dieses jedoch wieder in zwei Unterabteilungen,

a) das Gesamtkapital im Sinne des in der Bilanz ausgewiesenen Eigen- und Fremdkapitals,

b) das im Betriebe tatsächlich arbeitende Kapital, also einschließlich des nicht in der Bilanz ausgewiesenen Kapitals, oder — wie man sagt — einschließlich der stillen Reserven.

Die Unterschiede sind aus den nachstehenden Bilanzbildern zu erkennen:

I. Bilanz

Stille Reserven	Aktiva	Passiva
	Anlagekapital:	Eigenkapital:
10	1. Grundstücke	1. Aktienkapital 100
	u. Gebäude 80	2. Reserven 20
25	2. Maschinen 55	3. Gewinn 15
	135	135
	Betriebskapital:	Fremdkapital:
5	3. Vorräte 40	4. Hypotheken 20
	4. Debitoren 27	5. Anleihen 70
	5. Kasse 15	6. Bankkredite 5
	82	7. Lieferanten 10
	Beteiligungen:	105
3	6. Anteile bei Tochtergesellsch. 15	
	7. Effekten 8	
	23	
43	240	240

II.

Soll	Gewinn- und Verlustrechnung		Haben
3. Zinsen	8	1. Betriebsüberschuß	33
4. Steuern und soziale Lasten	15	2. aus Beteiligungen	5
5. Gewinn	15		
	38		38

1. Dividende auf das Aktienkapital aus $15=10$, für Reserven $=5$.
2. Rente auf das Eigenkapital von $135=11,1\%$.
3. Rente auf das Gesamtkapital von 240 , Gewinn 15 plus Zinsen $8=23=9,5\%$.
4. Rente auf das Gesamtkapital plus Stille Reserven $283=8,3\%$.

Danach ergibt sich eine Rentabilität des Eigenkapitals von $11,1\%$, des bilanzmäßigen Gesamtkapitals (unter Einschluß der für das Fremdkapital gezahlten Zinsen) von $9,5\%$ und eine solche von $8,3\%$ auf das insgesamt arbeitende Kapital.

Natürlich bereitet es unter Umständen einige Schwierigkeiten, das „gesamte“ Kapital einer Unternehmung zu errechnen. Würde man es tun, so würde man wahrscheinlich in vielen Fällen feststellen können, daß die tatsächliche Rente, die der Betrieb abwirft, nur sehr gering ist. Anders ausgedrückt: es müssen erst Zahlungseinstellungen oder Sanierungen erfolgt sein, um das so verkürzte Kapital in einem annehmbaren Verhältnis zum Gewinn erscheinen zu lassen.

Die unterschiedliche Abgrenzung des Kapitals und damit auch der Rentabilität ist der Ausgangspunkt für die hier mehr interessierende Frage: wieweit wird der Gewinn durch die Kosten des Kapitals beeinflusst? Nehmen wir an, der Betrieb A arbeite ausschließlich mit Fremdkapital, wie das z. B. bei Betrieben der öffentlichen Hand häufig der Fall ist, so ist es üblich, die verausgabten Kosten (das sind in diesem Falle die Zinsen) für das Fremdkapital als Aufwendungen in der Gewinn- und Verlustrechnung zu buchen, so daß also das, was in der Buchhaltung als Gewinn ausgewiesen wird, um diese Zinskosten für das Fremdkapital gekürzt ist. Beim Betrieb B soll ein Fremdkapital nicht vorhanden sein, er arbeite mit Eigenkapital. In diesem Falle werden keine Zinsen gezahlt, entstehen keine Kapitalkosten, die gebucht werden müßten, ist also der buchhalterische Gewinn um diese Zinsen höher, als im Falle A. Dabei kann der Gewinn auf das Gesamtkapital bezogen in beiden Fällen gleich hoch sein. Wenn dann der Betrieb B seinen höheren buchhalterischen Gewinn zur Selbstfinanzierung verwendet, also in der Bilanz zum Kapital schlägt, so wird man festzustellen haben, daß dieser Betrieb leichter Selbstfinanzierung treiben kann als der Betrieb A, der die Zinsen auf das Kapital, soweit es Fremdkapital ist, an die Gläubiger abführen muß. Ihm bleibt nur die Möglichkeit, einen sich etwa er-

gebenden Unternehmergewinn zurückzuhalten. Doch liegt hier nur ein verschiedenes Ausmaß der Selbstfinanzierung vor; es ist nicht etwa zu folgern, die Zurückhaltung von Gewinnen in Höhe der Verzinsung des Kapitals sei nicht Selbstfinanzierung, sondern nur das, was über die Verzinsung hinausgeht.

Besondere Schwierigkeiten ergeben sich, wenn man den Versuch machen will, festzustellen, was denn eigentlich unter Gewinn zu verstehen ist.

Vorweg sei auf die unterschiedliche Behandlung des „buchhalterischen“ Gewinnes bei den Personalgesellschaften und der Aktiengesellschaft hingewiesen. Beim Einzelkaufmann, ihm entsprechend auch bei den Teilhabern der offenen Handelsgesellschaft und dem Komplementär der Kommanditgesellschaft, stellt der buchhalterische Gewinn eine Summe dar, bei der die Privat-Entnahmen der genannten Personen — zwecks Sicherstellung ihres Lebensunterhaltes — noch nicht abgezogen sind. Diese Entnahmen werden zunächst auf einem Privatkonto der Inhaber verbucht, dessen Saldo am Jahresschluß auf Kapitalkonto übertragen wird. Es wäre an sich richtig, diese Entnahmen, soweit sie als Kosten der Geschäftsführung anzusprechen sind, vom Gewinn abzusetzen, also über Gewinn- und Verlust-Konto zu verbuchen. Das letztere ist der Fall bei der Aktiengesellschaft, wenn man hier die Vorstandsmitglieder den Inhabern bzw. Teilhabern der Personalgesellschaften gleichsetzt. Diese Verschiedenheit in der Verbuchung von Kosten — so sieht es vom Standpunkt des Betriebes aus — ist z. B. von Bedeutung, wenn man aus den Ergebnissen der Statistik über das Steueraufkommen Schlüsse auf die Selbstfinanzierung ziehen will. In dem steuerpflichtigen Einkommen, das auf Grund der Bilanzen für die Gewerbebetriebe ermittelt worden ist, sind die Privatentnahmen der Inhaber der Personalgesellschaften natürlich noch enthalten.

Die Hauptfrage ist: was ist eigentlich unter Gewinn zu verstehen? In dieser Frage gehen die Meinungen — mehr in der Literatur als in der Praxis — auseinander, oder genauer: sie gehen darüber auseinander, was von den Betriebsergebnissen als Gewinn zu bezeichnen ist. Ohne in allzuviel Einzelheiten einzugehen, sei in diesem Zusammenhang das Folgende bemerkt:

Der in der Gewinn- und Verlustrechnung der Betriebe errechnete Saldo — der Gewinn oder der Verlust — hängt im wesentlichen von drei Größen ab:

1. von den tatsächlich vereinnahmten Erlösen,
2. von dem in der Buchhaltung als Ausgaben erfaßten Aufwand,
3. von dem Aufwand und den Erlösen, die rechnerisch zu ermitteln sind, weil sie nicht ohne weiteres aus der Einnahmen- und Ausgabenrechnung ersichtlich sind.

Zu dem Aufwand der ersten Art, der an tatsächliche Ausgaben anknüpft, gehören z. B. die im Laufe des Jahres fällig gewordenen und gezahlten Zinsen. Unter die zweite Art fällt z. B. die Verteilung der Abschreibungsquoten auf eine bestimmte Zeitdauer. Bei der Errechnung des Aufwandes sind verschiedene Möglichkeiten gegeben. Üblich ist in der Praxis die Bewertung der Anlagen und Bestände zu den Anschaffungspreisen. Das bedeutet: wenn heute die Preise höher sind und diese höheren Preise nicht berücksichtigt werden, die Ausschaltung von nichtrealisierten Gewinnen, oder, wie man auch sagt: Außerachtlassung der Wertveränderung am Vermögen. Der nach Anschaffungspreisen errechnete Gewinn erscheint in diesem Falle niedriger als der auf Grundlage der Zeitwerte gefundene „Gewinn“! Dagegen ist es in der Praxis üblich, Preissenkungen bei der Bewertung zu berücksichtigen, d. h. also: dann nicht den Anschaffungspreis, sondern den (niedrigeren) Tageswert anzusetzen. Die Praxis folgt dem Niederstwertprinzip. (Wie es für die A.-G. im § 261 HGB. vorgeschrieben ist).

Die Frage, ob nach Anschaffungs-, Zeit- oder gar Wiederbeschaffungswert zu bilanzieren ist, spielt eine besondere Rolle bei den Abschreibungen. Wenn man bei steigenden Preisen nach den Anschaffungspreisen abschreibt, so fehlen — wird behauptet — die Mittel, die erforderlich sind, um die Ersatzbeschaffung in der Zukunft vorzunehmen. Abgesehen von der Schwierigkeit, den zukünftigen Wiederbeschaffungswert dieser oder jener Anlage, besonders in Großbetrieben, genau zu ermitteln, bin ich der Meinung, daß die Bilanzrechnung eine Geldkapitalrechnung ist, die die Aufgabe hat, über die Verwendung des Geldkapitals Aufschluß zu geben. Nach dieser Auffassung liegt den Abschreibungen der Gedanke zugrunde, daß nach Ablauf der Abschreibungsperiode der für die Anlage ausgegebene Anschaffungspreis wieder vorhanden ist. Wenn sich dann bei der Ersatzanschaffung herausstellt, daß für die zu ersetzende Anlage mehr Geld aufzuwenden ist, so ist der Mehrbedarf eine Angelegenheit der Finanzierung, d. h. der Kapitalbeschaffung und nicht eine Angelegenheit der Bilanzierung, d. h. der Gewinnberechnung. Natürlich wird der höhere Gewinn, der sich aus der Bilanz ergibt, daraufhin zu prüfen sein, was mit ihm geschehen soll: Auszahlung oder Rückstellung. Und hierbei ist auch der höhere Preis der Ersatzbeschaffung in Rechnung zu stellen. Bei einer Preissenkung ergibt sich der umgekehrte Fall: der Gewinn, wenn er in alter Höhe eingeht, enthält mehr als die Ersatzbeschaffung erforderlich macht, es bleibt ein Kapitalzuwachs bestehen.

3. Geldwert oder Sachwert der Kapitalerhaltung?

Also: als Gewinn soll hier alles das angesehen werden, was über das nominelle Kapital hinaus an neuem Kapital zuwächst. Das ist natür-

lich — bei steigenden Preisen — etwas anderes, als die Abrechnung zu Wiederbeschaffungspreisen, von der z. B. die Denkschrift von Behnsen und Genzmer: „Unzureichende Abschreibungen, Scheingewinne und Substanzverluste“ (Leipzig 1929) ausgeht. Hier wird nachgewiesen, daß sich aus der Zugrundelegung von Anschaffungspreisen in den Bilanzen der letzten Jahre Scheingewinne ergeben haben, die, wenn sie obendrein weggesteuert werden, nicht mehr die Möglichkeit der Ersatzbeschaffung bieten. Dieselbe Auffassung kommt in den Bergbaugutachten zum Ausdruck, wenn es dort heißt, daß die Abschreibungssätze mit Rücksicht auf die Erneuerung als zu niedrig anzusehen seien. Doch zeigt der große Unterschied in der Höhe der Abschreibungssätze, die vorgeschlagen werden — von 1,04 RM bis 1,72 RM pro Tonne Kohle gegen 0,80 M vor dem Kriege — wie weit die Meinungen über die richtigen Abschreibungen auseinandergehen. Das nachfolgende Schaubild soll das Gesagte noch einmal verdeutlichen:

1. a) Maschinen-Konto			b) Gewinn u. Verlust-Konto				
Anschaffung	20 000	Abschr. Bestand	1 000 19 000	Abschr. Gewinn	1 000 2 000	Überschuß	3 000
—	20 000	—	20 000	—	3 000	—	3 000
Bestand	19 000	—	—	—	—	—	—

c) Bilanz				Gewinnverwendung	
Maschinen	19 000	Kapital	20 000	1. Reserve	300
Bar	3 000	Gewinn	2 000	2. verfügbar	1 700
—	22 000	—	22 000	—	—
—	—	—	—	—	—

2. a) Maschinen-Konto			b) Gewinn- u. Verlust-Konto				
Anschaffg.	20 000	Abschr. Bestand	1 300 18 700	Abschr. Wertändg. Gewinn	1 000 300 1 700	Übersch.	3 000
—	20 000	—	20 000	—	3 000	—	3 000
Bestand	18 700	—	—	—	—	—	—

c) Bilanz			
Maschinen	18 700	Kapital	20 000
Bar	3 000	Reserve	300
—	—	Gewinn	1 700
—	21 700	—	21 700
—	—	—	—

Man erkennt jetzt leicht den Unterschied: In der ersten Rechnung wird das als Gewinn angesehen, was nach der Abrechnung der Wertschwankungen am Vermögen übrig bleibt. In der zweiten — Geldkapital = Rechnung ist der Gewinn lediglich eine rechnerische Größe, die sich auf das Anfangs-Geldkapital bezieht und die Grundlage für die Verwendung abgibt: Ausschüttung oder nicht.

Aber auch dann, wenn man erkennt, daß die Geldkapitalrechnung der richtige Ausgangspunkt für die Gewinnermittlung ist, bleiben noch Schwierigkeiten der Berechnung bestehen, die zu mehr oder weniger ungenauen Ergebnissen führen können. Man denke nur an die Abschätzung der Lebensdauer der abschreibungsbedürftigen Anlagen. Wird die Lebensdauer — unbeabsichtigt — zu kurz geschätzt, so belasten die Abschreibungsquoten allein für diese Lebensdauer die Gewinnrechnung. Kommen die in den Preisen kalkulierten Abschreibungsquoten auch noch in den späteren Jahren herein, wenn die Anlage selbst schon abgeschrieben ist, dann tritt eine Erhöhung des Gewinnes in dieser Periode ein; es sind eben aus den Erträgen mehr Abschreibungsquoten verfügbar als erforderlich sind. Nimmt man hierzu noch den in der Praxis üblichen Grundsatz der kaufmännischen Vorsicht, der da sagt: lieber zu viel als zu wenig abschreiben, so wird klar, daß es notwendig ist, sich immer vor Augen zu halten, was derjenige, der von Gewinn spricht, eigentlich unter „seinem“ Gewinn versteht.

Dies tut z. B. nicht die bekannte Denkschrift des Reichsverbandes der deutschen Industrie: „Aufstieg oder Niedergang“ die die Förderung der Kapitalbildung an die Spitze ihrer Leitsätze stellt:

A. 1. „Ausgangspunkt für alle Maßnahmen der Wirtschafts-, Finanz- und Sozialpolitik ist unter den für die deutsche Wirtschaft gegebenen Umständen die Förderung der Kapitalbildung.“

und dann unter 4. fortfährt:

„Die Unternehmungen müssen über die Sicherung der Rentabilität hinaus Eigenkapital bilden können.“

Auch in den der Denkschrift beigegebenen Erläuterungen finden sich keine näheren Hinweise über die beiden Faktoren, die die Rentabilität bestimmen, nämlich darüber, was die Denkschrift unter Kapital und Gewinn versteht. Auch die Formulierung: „über die Rentabilität hinaus Eigenkapital“ ist nicht ganz deutlich. Gemeint ist wohl: mehr Eigenkapital als lediglich die Verzinsung des Kapitals, und nicht etwa, was über die Rentabilität hinausgeht, ist erst Eigenkapital.

Um es nun noch einmal auf eine kurze Formel zu bringen: fängt die Selbstfinanzierung bei nomineller Kapitalerhaltung, also unbekümmert um die Wiederbeschaffung, oder erst bei materieller Kapitalerhaltung, d. h. nach Berücksichtigung etwaiger Mehrkosten der zukünftigen Er-

satzbeschaffung an? Ich spreche im folgenden von Selbstfinanzierung im Sinne der ersten Fragestellung.

4. Selbstfinanzierung und Kapitalbildung.

Die Selbstfinanzierung bezieht sich also auf Gewinne, die in Geld errechnet werden. Hiervon sind zu unterscheiden die Sachgüter, die mit dem Gelde erworben werden. Diese Unterscheidung macht eine letzte Klarstellung erforderlich. Wenn man von der Kapitalbildung einer Volkswirtschaft spricht, so kann darunter ein Doppeltes verstanden werden: 1. das, was jährlich von einem Volke — in Geld gesehen und gerechnet vom Einkommen — gespart wird; hierzu gehört auch die Selbstfinanzierung in dem oben besprochenen Sinne. 2. Die Sachgüter, die aus jenen Ersparnissen geschaffen werden, seien es solche zum dauernden Gebrauch oder solche, die lediglich zur weiteren Produktion bestimmt sind. Diese letzteren stellen die Produktionsmittel dar. Die Vermehrung dieser — realen — Produktionsmittel wird als volkswirtschaftliche Kapitalbildung bezeichnet. In diesem Sinne bezieht sich die Kapitalbildung auf den jährlichen Zuwachs, ist Kapitalbildung gleich Kapitalneubildung. Das setzt voraus, daß der vorhandene Produktionsbestand zunächst — durch Erneuerung, Ersatzbeschaffung — auf dem alten Stand zu halten ist, ehe von Kapitalbildung in diesem Sinne gesprochen werden kann.

Wenn bei der Erneuerung des alten Bestandes — Wiederbeschaffung — mehr Geld (durch Steigerung der Kosten) erforderlich ist, so ist nach unserer Begriffsbestimmung dieser geldliche Mehrbedarf zu finanzieren. Hierfür ist dann neues Geldkapital aufzubringen, sei es, daß der Unternehmer aus eigenem Vermögen neues Kapital in den Betrieb steckt (Eigenfinanzierung), oder daß er fremdes Kapital von Dritten aufnimmt (Fremdfinanzierung) oder endlich, daß er die Gewinne, die sein Betrieb abwirft — ganz oder zum Teil — für den Mehrbedarf verwendet (Selbstfinanzierung). In Zeiten, in denen nur geringe Preisschwankungen vorkommen, fallen naturgemäß die Anschaffungs- und Wiederbeschaffungskosten nur wenig auseinander, verliert also die Unterscheidung zwischen Sachkapitalbildung und Ersparnis an Bedeutung unter der Voraussetzung, daß die Ersparnisse auch wirklich in brauchbares Sachkapital umgewandelt werden.

Wenn nunmehr im folgenden von der Selbstfinanzierung der Unternehmungen die Rede ist, so ist schon ein erheblicher Teil von dem, was zu sagen ist, vorweggenommen, eben die Feststellung, was denn eigentlich unter Selbstfinanzierung zu verstehen ist. Diese Ausführungen (I) sind also mehr als eine Einleitung anzusehen. Sie leiten über zu den weiteren Fragen, die sich aus der Selbstfinanzierung für den Betrieb, für die Bilanzen, für die Volkswirtschaft, für die Börse, den Aktionär und — für den Gesetzgeber ergeben.

II. Selbstfinanzierung und Betrieb.

1. Die Voraussetzungen.

Voraus zu erwähnen sind zwei Bedingungen, von denen die Selbstfinanzierung überhaupt abhängig ist. Zuerst die rechtliche Seite: ohne Einschränkung kann eigentlich nur der Inhaber einer Einzelfirma über den Gewinn verfügen. Wenn eine offene Handelsgesellschaft vorliegt, so wird in der Regel im Gesellschaftsvertrage über die Gewinnermittlung und über die Verwendung des Gewinnes Näheres festgelegt. Fehlt eine solche Bestimmung im Vertrage, so sieht bekanntlich das HGB. vor, daß die Gesellschafter bis zu 4% ihres Kapitalanteiles aus der Kasse entnehmen können, darüber hinaus nur, wenn es ohne Schaden für den Betrieb möglich ist. Im übrigen soll — wenn keine andere Vereinbarung getroffen worden ist — der Gewinn nach Köpfen verteilt werden. Hier wird also unterschieden zwischen der Verteilung, d. i. Verrechnung auf den Konten, und der Ausschüttung, d. i. Auszahlung von Geld (oder sonstigen Vermögenswerten). Bei der stillen Gesellschaft und der Kommanditgesellschaft können die eigentlichen Inhaber, der Kaufmann bzw. der Komplementär, wie der Einzelinhaber über den Gewinn verfügen. Jedoch ist hier zu beachten, daß sich durch die Erhöhung des Kapitals dieser Personen das kapitalmäßige Verhältnis zu den anderen Personen (stiller Gesellschafter und Kommanditist) verschiebt. Deshalb wird auch hier in der Regel die Gewinnverwendung vertraglich festgelegt sein. Bei der G. m. b. H. wie bei der A.-G. ist das Stamm- bzw. Grundkapital gebunden; eine Erhöhung desselben ist mit allerlei Formalitäten verknüpft. Das schließt nicht aus, daß vereinbart werden kann, daß die sich ergebenden Gewinne oder ein Teil derselben zur Selbstfinanzierung benutzt werden sollen. In diesem Falle können die Gewinne — statt dem Kapitalkonto — einem Reservekonto zugeführt werden. Letzteres sieht der Gesetzgeber sogar in gewissem Umfange bei der Aktiengesellschaft vor, indem bestimmt wird, daß von dem sich ergebenden Jahresgewinn so lange 5% dem Reservefonds zugeführt werden müssen, bis dieser die Höhe von 10% des Aktienkapitals erreicht hat. Häufig sehen die Satzungen der Aktiengesellschaften vor, daß unter bestimmten Voraussetzungen und für bestimmte Zwecke weitere Reserven gebildet werden können oder sollen. Der Gesetzgeber hält grundsätzlich an dem Gedanken fest, daß der Reingewinn der Aktiengesellschaften zu verteilen ist. Dieser Gedanke kommt in der Bestimmung des § 260, Abs. 1, HGB. zum Ausdruck, wonach über die Verwendung des Reingewinns die Generalversammlung der Aktionäre beschließt. Wir werden zu fragen haben, ob die sogenannten Gewinnverteilungsvorschriften des HGB heute noch zeitgemäß sind. Darauf ist unter V. zurückzukommen.

Die andere Voraussetzung für die Selbstfinanzierung ist, daß über-

haupt Gewinne vorhanden sind, die für die Selbstfinanzierung benutzt werden können, wenn man darf, soll, muß oder will. Hierzu ist im allgemeinen zu sagen, daß zwar der Wettbewerb der Betriebe untereinander auf einen Ausgleich der Preise hinausläuft (etwa auf Grundlage der Kosten des letzten Produzenten, dessen Produkte noch zur Bedarfsdeckung herangezogen werden müssen), daß aber jedem einzelnen Betrieb die Möglichkeit offen steht, aus seinem besonderen Verhältnis zum Markt einen besonderen Nutzen zu ziehen, oder — wie man auch sagt — eine Differentialrente zu erzielen. Diese Rente ergibt sich aus einer besonderen Kostengestaltung gegenüber jenen Kosten, die für die allgemeine Preisbildung noch entscheidend sind. Sie beruht auf den besonderen Verhältnissen des Betriebes — Standort, Löhne, Ruf, Produkt, Unternehmungsform, Umsatz — und kann für den einzelnen Betrieb hoch oder niedrig sein. Dieser Sondernutzen bildet aber letzten Endes den Ansporn zur Erreichung des Unternehmerzieles: daß sich der Gewinn des Betriebes höher stellt, als der landesübliche Zinssatz, den man für Kapitalanlagen schlechthin erreicht. Dieser Unternehmergewinn — das Mehr über den landesüblichen Zinssatz hinaus — ist es, der den Unternehmer antreibt, fortgesetzt an die Verbesserung, Vervollkommnung und Vergrößerung seines Betriebes zu denken.

Wenn hinzukommt, daß sich die Volkswirtschaft in aufsteigender Richtung bewegt, etwa im Zusammenhang mit einer wachsenden Bevölkerungszahl, wie das vor dem Kriege in Deutschland der Fall war, so kann die Selbstfinanzierung in breiter Front und in beträchtlichem Ausmaße Anwendung finden, unterbrochen von den periodischen Konjunkturrückgängen und dem Aufkommen neuer Konkurrenten, die sich gleichfalls an der steigenden Gewinnchance beteiligen wollen.

Jedenfalls ist die Feststellung wichtig, daß die Selbstfinanzierung vor dem Kriege in Deutschland eine nicht zu unterschätzende Rolle gespielt hat: das Wachstum zahlreicher Kleinbetriebe zu mittleren Betrieben und von Mittelbetrieben zu Großbetrieben legt davon ein Zeugnis ab. Auf diesem Boden sind die zahlreichen kapitalkräftigen Privatbankiers entstanden, haben sich die großen Handelsfirmen, Warenhäuser, Groß- und Übersee Händler entwickelt. Auch auf dem Gebiete der Industrie gibt es zahlreiche Beispiele für die Entstehung großer Unternehmungen, die ganz wie z. B. Krupp und Borsig — oder zu einem Teil — wie die groß gewordenen Aktiengesellschaften — ihr Kapital aus den erzielten Gewinnen gezogen haben. Für die gesamte chemische Industrie stellt eine Untersuchung von R. Grabower: „Die finanzielle Entwicklung der Aktiengesellschaften der deutschen chemischen Industrie“, fest, daß in der Zeit bis 1900 mehr als $\frac{1}{2}$ — $\frac{1}{3}$ aller Erweiterungskapitalien aus eigenen Betriebsüberschüssen aufgebracht worden sind. Wie sich die Selbstfinanzierung nach der Stabilisierung der

Mark in der Zeit von 1924—1930 gestaltet hat, wird noch besonders zu zeigen sein.

2. Die Verwendung.

Wenn man von dem Einzelkaufmann ausgeht, so liegt der Grund für die Selbstfinanzierung auf der Hand: er tut es, um Mittel für die Verbesserung, Ausgestaltung oder Vergrößerung seines Betriebes in die Hand zu bekommen. Vermehrung des Eigenkapitals durch Selbstfinanzierung bedeutet zugleich Ansammlung von Vermögen, Zunahme des Reichtums, die Möglichkeit, zu Ansehen zu kommen, die Firma auszubauen und zur Anerkennung zu bringen. Je mehr eigene Mittel im Betriebe arbeiten, um so größer ist die Sicherheit und Unabhängigkeit, um so besser die Grundlage für eine Kreditgewährung, wenn man Kredit in Anspruch nehmen will oder muß. So gesehen, ist die Selbstfinanzierung ebenso alt, wie die Unternehmung besteht; sie ist von jeher ein vorzügliches Mittel der Kapitalbeschaffung gewesen. Daß bei der Aktiengesellschaft dieses Mittel nicht in der ungehemmten Weise wie bei der Personalgesellschaft angewendet werden kann, wird unter IV. noch besonders zu zeigen sein.

Man kann die Mittel, die aus den Gewinnen des Betriebs fließen, für einen nicht im voraus bestimmten Zweck verwenden, so z. B. für eine allgemeine Ausstattung des Betriebs mit reichlicheren Mitteln. Der Betrieb kann im ganzen eine Ausdehnung erfahren: höhere Vorräte bei höheren Umsätzen, Steigerung der Außenstände, Erhöhung des durchschnittlichen Kassenbestandes. Darüber hinaus kann die Selbstfinanzierung der Ansammlung von Mitteln dienen, die dann zu Anschaffungen — von Grundstücken, Maschinen — verwendet werden. In dieser Weise ist die Selbstfinanzierung in der Hauptsache vor dem Kriege — mehr oder weniger lautlos — vor sich gegangen. Oder aber die Ansammlung von Mitteln erfolgt für einen bestimmten Zweck, z. B. für eine gründliche und umwälzende Verbesserung der Herstellungsmethoden (Rationalisierung) oder für den Ausbau eines Unternehmens, etwa durch Übernahme eines neuen Produktionszweiges, Angliederung eines anderen Betriebes. In diesen Fällen finden wir häufig — da es sich hierbei meist um größere Summen handelt — die Verbindung mit dem anderen Wege der Kapitalbeschaffung: der Aufnahme von Teilhaberkapital bzw. der Ausgabe von Aktien und Obligationen oder der Aufnahme von Krediten.

Eine eigenartige Stellung nimmt die Selbstfinanzierung in der chemischen Industrie ein, nicht nur wegen ihres Umfanges, auf den oben bereits hingewiesen wurde, sondern auch wegen des Verwendungszwecks: die Selbstfinanzierung ist hier die übliche Form der Finanzierung wissenschaftlicher Forschungsarbeit. Sie muß es sein,

weil die hierfür notwendigen, recht erheblichen Geldmittel in sehr vielen Fällen zunächst lange Jahre, oft Jahrzehnte ohne Rente bleiben oder überhaupt nicht wieder eingebracht werden, weil ferner die Rentabilität dieser Ausgaben selten auch nur einigermaßen zuverlässig sich voraussagen läßt, und weil aus allen diesen Gründen die Beschaffung von Kapital für derart riskante und in der Rente ungewisse Zwecke auf dem Kapitalmarkt wahrscheinlich nicht möglich sein dürfte¹. Von hier aus ergibt sich auch die lehrreiche Erkenntnis, daß die Selbstfinanzierung solcher Ausgaben, deren Rentabilität nur durch ihre Vielfältigkeit und den damit herbeigeführten Risikenausgleich gesichert wird, nur auf großer Grundlage möglich ist, d. h. in Großunternehmungen.

Schließlich kann die Selbstfinanzierung für die Rückzahlung von Fremdkapital (Schulden) in Betracht kommen. Dann ist der Vorgang so, daß die Anschaffung bzw. Erweiterung oder der Ausbau zunächst mit Fremdkapital erfolgt ist, die Mittel aus der Selbstfinanzierung hierzu also nicht mehr verwendet werden, sondern zur Rückzahlung der vorher aufgenommenen Schulden dienen.

Wenn man von der Verwendung der Gewinne spricht, so muß man die buchhalterische Behandlung und den eigentlichen Vorgang auseinanderhalten, sonst gibt es leicht Mißverständnisse. So ist es z. B. geläufig, zu sagen, daß der Gewinn des Jahres x zum Ausbau des Betriebs verwendet werden soll. Nehmen wir als Beispiel die Anschaffung einer Maschinenanlage. Es liegt auf der Hand, daß die Maschinen weder mit dem Gewinn noch aus dem Gewinn gekauft werden. Sie werden angeschafft, indem man sie mit Geld bezahlt. Es muß also Geld da sein; die Anschaffung ist also eine Frage der Liquidität, des Vorhandenseins entsprechender Mittel; sie ist — wie man auch sagt — eine Angelegenheit der Kapitaldisposition. Man sieht, daß Geld und Gewinn nicht dasselbe sind. Wird die Maschine bezahlt, so wird das Kassakonto entlastet und das Maschinenkonto belastet. Der Gewinn auf dem Gewinnkonto wird davon nicht berührt. Er wird zur Selbstfinanzierung, wenn man ihn nicht an die Berechtigten verteilt — auszahlt oder gutschreibt — sondern vom Gewinn- und Verlustkonto eben auf Kapitalkonto oder Reservekonto überträgt. Dasselbe gilt für die Rückzahlung von Schulden, die in der Buchung: Kassakonto Haben und Kreditoren Soll ihren Ausdruck findet. Das Kassakonto auf der Aktivseite der Bilanz und die Gläubigerkonten auf der Passivseite erfahren eine Abnahme; gleichzeitig tritt jetzt eine Erhöhung des eigenen Kapitals durch Übertragung des Gewinnes auf das Kapital- bzw. Reservekonto ein. Mit der Gewinnerzielung muß also die Ansammlung von baren Mitteln einhergehen, wenn die Rückzahlung der Schulden möglich sein soll.

¹ Vgl. hierzu die Verhandlungen und Berichte des Enquêteausschusses über die deutsche chemische Industrie (Berlin 1930).

Wie man erkennt, ist der Gewinn — als rechnerisches Ergebnis in der Bilanz — lediglich der Maßstab für diese Art der Verwendung (Anschaffung), und er kann diese Rolle spielen, weil er das Mehr anzeigt, das über das vorhandene Kapital in der betreffenden Betriebsperiode erzielt worden ist und das vor seiner neuen Verwendung — wenn die Geschäfte, denen es seine Entstehung verdankt, abgewickelt sind — in Geld vorhanden sein muß.

3. Natürliche und kalkulatorische Grenzen.

In der Regel fallen die Gewinne, wenn nicht gerade Sondergewinne vorliegen, nach und nach an. Sie ermöglichen daher nur ein allmähliches Wachsen der Betriebe, bewahren vielleicht vor einer sprunghaften Entwicklung oder vor leichtsinnigen Experimenten. Natürlich können für größere Ausgaben zunächst Kredite — Bankkredite — in Anspruch genommen werden, die dann aus den Gewinnen zurückgezahlt werden. Trotzdem sind den Betriebserweiterungen mittels Selbstfinanzierung Grenzen gesetzt. Werden große Kapitalien benötigt, dann müssen die Wege der Beteiligung, der Ausgabe von Aktien oder Obligationen beschritten, d. h. also Fremdkapitalien aufgenommen werden. Hier ist die andere Linie der Kapitalbeschaffung festzustellen: Entstehung der Gesellschaftsformen, die Organisation des Geld- und Kapitalmarktes, d. h. des Marktes für kurz- und langfristige Leihkapitalien, worüber hier nicht weiter zu sprechen ist.

Doch kann der Fall auch so liegen, daß die erzielten Gewinne nicht im eigenen Betriebe verwendet werden können, sei es, daß die besonderen Umstände eine Vergrößerung des Betriebes nicht mehr zulassen, sei es, daß die Optimalgröße des Betriebes einstweilen erreicht ist. Besondere Umstände können sein: räumliche Lage (Gebäude, Läden), ungewisser Absatz, unsichere Wirtschaftslage. So läßt sich feststellen, daß insbesondere zahlreiche Betriebe des Kleinhandels und des Handwerks die — wie z. B. die Fleischer und Bäcker — zeitweilig über gute Gewinne verfügt haben, diese Ersparnisse mehr zur Sparkasse bringen oder dafür Grundstücke kaufen, weil eine Verwendung in den eigenen Betrieben nicht möglich ist.

Auf der anderen Seite sind gerade heute die Fälle sehr zahlreich, wo mit Hilfe der Selbstfinanzierung eine Erweiterung des Betriebes vorgenommen wird, obwohl die Erreichung der Optimalgröße zur Vorsicht mahnen sollte. Dann entstehen Betriebe, die nicht mehr voll ausgenutzt werden, deren Absatz nicht der Produktionsmöglichkeit entspricht, deren neue Teile also mehr oder weniger unrentabel sind. Man ist geneigt, eine solche Fehldisposition — die, wie gesagt, in den letzten Jahren in vielen Betrieben (und ganzen Branchen) anzutreffen ist — nicht so tragisch zu

nehmen, weil es sich ja um „Gewinne“ handelt, die man dazu benutzt hat. Hierbei wird natürlich übersehen, daß die zurückgelegten und im Betriebe arbeitenden Gewinne als Kapital angesehen und als solches behandelt werden müssen. Dabei macht es nichts aus, ob der stehengebliebene Gewinn auf das Kapitalkonto oder ein Reservekonto übertragen wird, oder aber — wie später noch zu zeigen sein wird — als stille Reserve geführt wird. Durch die Verwendung des neu zugeführten Kapitals muß sich der künftige Gewinn erhöhen, ist dieser erhöhte Gewinn dem erhöhten Kapital gegenüberzustellen. Rechnet man den neuen Gewinn mit dem alten Kapital ab, so rechnet man falsch und gibt sich unter Umständen schwerwiegenden Selbsttäuschungen hin. Der andere Fehler liegt darin, daß man die Unbeständigkeit der Gewinne nicht genügend beachtet: den höheren Gewinnen, die man in einem Jahre zur Selbstfinanzierung benutzt hat, können in einem anderen Jahr geringere Gewinne oder gar Verluste gegenüberstehen. Der richtige Kaufmann kennt diesen Rhythmus seines Erfolges; er betrachtet daher einen Teil der höheren Gewinne, die ihm in einem Jahre zugeflossen sind, als Mittel, um daraus die geringeren Gewinne anderer Jahre auszugleichen, bzw. eingetretene Verluste zu decken. Daraus folgt zugleich, daß sich Ausmaß und Erfolge der Selbstfinanzierung — wenn überhaupt — eigentlich nur in größeren Zeiträumen ablesen lassen. Es wäre falsch, aus den Ergebnissen eines guten oder schlechten Geschäftsjahres Rückschlüsse auf die Bedeutung der Selbstfinanzierung ziehen zu wollen.

Eine enge Grenze ist einer Art von Selbstfinanzierung gezogen, auf die an dieser Stelle kurz hinzuweisen ist. Der Gewinn, der sich am Jahresende aus der Bilanz ergibt, ist im Laufe des Jahres allmählich zu dieser Höhe angewachsen. Selbst wenn er nach Jahresschluß in vollem Umfange ausgeschüttet wird, steht er doch von dem Zeitpunkt ab, in dem die einzelnen Gewinnteile entstehen, bis zur Zeit der Ausschüttung zur Verfügung und kann zur Finanzierung kurzfristiger Aufwendungen verwendet werden. Dadurch unterscheidet sich diese Art kurzfristiger Selbstfinanzierung von der bisher behandelten Selbstfinanzierung im eigentlichen Sinne, worunter die dauernde Zurückbehaltung von Gewinnen im Betrieb zu verstehen war. Die Bedeutung dieser vorübergehenden Gewinnverwendung darf nicht unterschätzt werden. Bei der I. G.-Farben-Industrie — um nur ein Beispiel zu nennen — handelt es sich immerhin um einen Betrag von 100 Mill. RM, der, bevor er als Dividende ausgeschüttet wird, für einen durchschnittlichen Zeitraum von etwa 5 Monaten zur Verfügung steht.

Bei der Frage, ob und wie die erzielten Gewinne zur Selbstfinanzierung Verwendung finden sollen, ist nicht zuletzt eine Zinskalkulation anzustellen. Wenn sich, wie vor dem Kriege, ergibt, daß die Zinsen für das Fremdkapital unter dem Gewinn liegen, der mit diesem Fremdkapital

erzielt werden kann, dann lohnt es grundsätzlich, möglichst viel Fremdkapital zu verwenden. Die Differenz zwischen den Kosten dieses Fremdkapitals und dem zu erzielenden Gewinn kann dann als zusätzlicher Finanzgewinn gebucht werden. Unter Umständen kann es sogar vorteilhafter sein, das eigene Kapital anderwärts anzulegen, oder — wie es bei Thyssen und Stinnes die Regel war — mit den Gewinnen neue Unternehmungen zu gründen und den Ausbau derselben mit billigem Fremdkapital vorzunehmen. Solange die Betriebe gut arbeiten und die Rückzahlung des fremden Kapitals keine Sorge macht, lassen sich auf diese Weise erhebliche Zusatzgewinne machen.

Natürlich ändert sich die Rechnung, wenn die Zinsen für das Fremdkapital über die normale Höhe steigen, ja soweit steigen, daß der Geschäftsgewinn, der mit dem Fremdkapital erzielt werden kann, hinter den Kosten für das Fremdkapital zurückbleibt. Dann bedeutet jede Mark Eigenkapital mehr eine Verringerung der Kosten und eine Steigerung des Gewinns. Weil diese Sachlage in der Zeit nach 1924 gegeben war, konnte und mußte die Propaganda für eine verstärkte Selbstfinanzierung einen breiten Raum in den Erörterungen über die Behebung der Kapitalnot einnehmen. Darauf ist noch zurückzukommen.

4. Fords Finanzpolitik.

Hier ist dagegen noch mit ein paar Worten auf die Finanzpolitik von Ford einzugehen. Ford hat es als einen besonderen Grundsatz seiner Geschäftskunst bezeichnet, daß sein Betrieb nur mit eigenem Kapital arbeite, daß alle Gewinne wieder in den Betrieb gesteckt würden¹, daß

¹ v o n G o t t l - O t t l i e n f e l d ist der Ansicht, daß diese Art der Kapitalverwertung, nämlich die dauernde Rückstellung aller Erträge für den Betrieb, zusammen mit drei anderen Grundsätzen: stetigen Preisabbaus, dauernder Rationalisierung und Beschränkung auf einen Typ, Fords Erfolg entscheidend bestimmt habe. Da und solange aber diese Selbstfinanzierung nach seiner Ansicht in einem tödlichen Gegensatz zum heutigen Stil des Erwerbs steht, der das Kapital nicht nur um eines rechnerischen Gewinns willen, sondern mit dem Ziel einer ausschüttbaren Rente verwerten will, deshalb und wohl nur deshalb sei eine Nachahmung Ford'scher Geschäftskunst nicht möglich. (Fordismus. 3. Aufl. Jena 1926. S. 29 und 63.) Dazu ist zweierlei zu bemerken:

1. Eine Selbstfinanzierung ist — seitdem das zum erstenmal gesprochen wurde (Mai 1924) — auch in Deutschland betrieben worden, wie noch zu zeigen sein wird. Sind deshalb aber — nach Fords Vorbild — die Preise niedriger geworden? Man kann eher in manchen Fällen das Gegenteil feststellen, und zwar in anderer logischer Verknüpfung: nicht niedrige Preise durch Selbstfinanzierung, sondern Selbstfinanzierung durch hohe Preise. (Vgl. S. 39 ff.) Woher kommt dieser Gegensatz? Diese Frage führt zu der anderen Bemerkung:

2. Preisabbau und Gewinnansammlung stehen an sich nicht in einem ursächlichen Zusammenhang. Tiefpreishaltung wird nicht, wie v. Gottl-Ottlilienfeld meint, (a. a. O., S. 69) erst durch Abwehr aller Ausschüttung ermöglicht; sie steht auch

die Gewinne seinen Kunden — und seinen Arbeitern — wieder zugute kämen und daß er es ablehne, Bankhilfe in Anspruch zu nehmen. Nach den Veröffentlichungen, die Ford über sich und seine Geschäftskunst hat anfertigen lassen, stimmen diese Tatsachen mit der kleinen Richtigstellung, daß die aus der Selbstfinanzierung hergeleiteten Verbilligungen natürlich nicht denjenigen zugute kommen, die zu den großen Gewinnen beigetragen haben, sondern jeweils den folgenden Käuferschichten, die allerdings nach 4 oder 5 Jahren wieder von vorn anfangen können. Immerhin: es bleibt — und es ist üblich — besonders darauf hinzuweisen, daß Ford das größte Beispiel¹ für die Methode der Selbstfinanzierung gibt.

Man darf jedoch hierbei nicht übersehen: die erste und große Voraussetzung für die Durchführung einer solchen Finanzpolitik und für die Ausschaltung der Banken waren die außerordentlich hohen Gewinne, die Ford aus dem Verkauf seiner Automobile ziehen konnte. Hier allein liegt die große Leistung: als Erster die besonderen technischen Methoden zu finden, die eine Produktion größten Stils und damit zusammenhängend eine bis dahin nicht dagewesene Preissenkung ermöglichte, und dazu — weiter entscheidend — wiederum als Erster die besonderen kaufmännischen Methoden zu finden, die den Absatz sogar über die in der Kalkulation berücksichtigten Höhe hinaus ins Riesenhafte steigerten. Diese technischen und kaufmännischen Leistungen¹ brachten die ge-

nicht im Widerspruch zur Industrierente (worunter er den ausgeschütteten Gewinn im Gegensatz zum Ertrag, dem rechnerischen Gewinn, verstehen will). Man darf sich die Vorgänge nicht so vorstellen, daß Ford etwa den erzielten Jahresgewinn dazu benutzt, um im nächsten Jahr die Preise zu senken. Aus dem Gewinn, der in Form von Bankguthaben zur Verfügung steht, werden neue Anlagen zur Ausdehnung und Vervollkommnung des Betriebes beschafft. Diese Anlagen müssen abgeschrieben und — kalkulatorisch gesehen — auch verzinst werden, genau so, wie wenn sie mit Fremdkapital beschafft wären. In der betriebswirtschaftlichen Kalkulation der Kosten besteht kein Unterschied zwischen Anlagen, die mit Eigen- und solchen, die mit Fremdkapital gebaut sind.

Ich habe an früherer Stelle schon darauf hingewiesen, daß in der betriebswirtschaftlichen Kalkulation Zinsen auch für das eigene Kapital eingesetzt werden müssen. Diese Zinsen sind zwar keine Ausgaben aber doch Kosten; denn es entgehen mit der Anlage des Kapitals im eigenen Betriebe Zinsen, die dasselbe Kapital bei anderer Anlage z. B. in Hypotheken, Wertpapieren usw. erbringen würde. Die Höhe dieser Rechnungszinsen entspricht ungefähr den Zinssätzen, die man für andere Kapitalanlagen erhalten bzw. für Fremdkapital zahlen müßte.

Sind also in der Wirkung auf die Selbstkosten Fremd- und Selbstfinanzierung grundsätzlich gleich, so kann auch die Folgerung, daß die Selbstfinanzierung erst den Preisabbau ermögliche, nicht zutreffen. Es sei denn, daß man annehmen wollte, daß Ford die Gewinne, die er bei der ersten Serie von Käufern erzielt, der zweiten Serie der Käufer sozusagen schenken würde. Für diese Annahme liegt jedoch kein Grund vor.

¹ Die Gewinne hörten in dem Augenblick auf, als es seinen Konkurrenten gelang, diese Leistungen — General Motors — noch zu überbieten.

waltigen Gewinne — in einem Jahre bis zu 200 Mill. RM —, die es ermöglichten, auf die Hilfe der Banken zu verzichten. Ob aber auch rechnerisch diese Ausschaltung des Bankkredits — Vergleich der Zinsen mit den zu erzielenden Gewinnen — immer für den Betrieb von Vorteil war, ist eine andere Frage. Natürlich kann ein Verzicht auf die zusätzlichen Finanzgewinne bei solch hohen Gewinnen eher in Kauf genommen werden, wenn man glaubt, dafür Wichtigeres einzutauschen, wie etwa die Unabhängigkeit von den Banken (wobei mit Rücksicht auf die amerikanischen Verhältnisse vielleicht auch noch andere Gesichtspunkte mitsprechen). Es gibt drüben Stimmen, die da meinen, daß Ford auch wohl schwerlich von den Banken das erforderliche Kapital bekommen hätte, angesichts der zunächst phantastisch anmutenden technischen und kaufmännischen Absichten — dann läge allerdings der Fehlschluß auf seiten der Banken.

Im übrigen lassen die sonst sehr ausführlichen und zahlreichen Veröffentlichungen von Ford den Leser darüber völlig im unklaren, mit welchem wirklichen Kapital seine Betriebe arbeiten, so daß man nicht ersehen kann, was von den hohen Gewinnen als Verzinsung des Kapitals anzusehen ist, und was darüber hinaus eigentlich Unternehmergewinn ist ¹.

III. Die Dividendenpolitik der Aktiengesellschaften.

1. Grundsätze der Dividendenpolitik.

Mit der Selbstfinanzierung steht in engstem Zusammenhang die Dividendenpolitik der Aktiengesellschaften. Man könnte sagen: die Dividendenpolitik stellt das Kehr Bild der Medaille dar. Sie besagt: Nicht, was von den Gewinnen zurückbehalten, sondern was von den Gewinnen ausgeschüttet werden soll. In der Dividendenpolitik tritt sozusagen die Selbstfinanzierung nach außen hin in die Erscheinung — oder besser: in der Dividendenpolitik wird versucht, einen Schleier über die Selbstfinanzierung zu legen. Um diesen Widerspruch zu erkennen, ist es erforderlich, mit einigen Worten auf die Dividendenpolitik und ihre Begleiterscheinung, die stillen Reserven, einzugehen.

Man versteht unter Dividendenpolitik: die zweckmäßige Ge-

¹ Ein anderes amerikanisches Beispiel umfangreicher Selbstfinanzierung bietet die Finanzpolitik der „United States Steel Corporation“, die 1929 aus einem Rohgewinn von 275 Mill. \$ an Dividenden 90 Mill. \$ zahlte und einen Betrag von 110 Mill. \$ dem Reservekonto zuführte. Die aus der Gewinnzurückhaltung sich ergebenden Mittel wurden zum großen Teil zur Schuldentilgung verwandt, 1929 rund 345 Mill. \$.

staltung der Gewinnausschüttung. Und da die Unternehmungspolitik von verschiedenen Zwecken beherrscht wird, kann „zweckmäßig“ verschiedenes bedeuten: 1. niedrige Dividenden im Hinblick auf Konkurrenz, Lohnpolitik und Steuer; 2. hohe Dividenden bei Finanzgeschäften: Ausgabe neuer Aktien, Fusionen; 3. gleichmäßige Dividenden, d. h. Ausgleich von guten und schlechten Jahren. Dieser dritte Fall: Stetigkeit der Dividenden ist immer mehr ein gern betonter Grundsatz der Dividendenpolitik geworden.

Im kapitalistischen Wirtschaftssystem sind die Gewinne der Unternehmungen mehr oder minder großen Schwankungen unterworfen. In den 70er und 80er Jahren des vorigen Jahrhunderts war es noch üblich, die jeweils erzielten Gewinne in voller Höhe zur Ausschüttung zu bringen mit der Folge, daß hohe Dividenden mit dem Ausfall jeglicher Dividendenzahlung wechselten, je nachdem Gewinne oder Verluste in dem einen oder anderen Jahre vorlagen. Mit dem Aufkommen der Kartellbestrebungen — Gründung des Kohlensyndikats — änderte sich allmählich die Dividendenpolitik. Man ging dazu über, die Gewinne aus den fetten Jahren nicht voll zur Ausschüttung zu bringen, sondern sie zurückzuhalten, um in schlechten Jahren nicht ganz auf die Ausschüttung von Dividenden verzichten zu müssen: derselbe Grundsatz, den einige Jahrtausende vorher auf anderem Gebiet schon Joseph im biblischen Ägypten angewandt hatte.

In erster Linie waren es die Banken, die die Politik gleichmäßiger Dividenden befolgten und mit Erfolg durchgeführt haben. In dem letzten Jahrzehnt vor dem Kriege bemühten sich jedoch auch die industriellen Unternehmungen, nach diesen Grundsätzen der Dividendenpolitik zu verfahren, in den einzelnen Branchen mit mehr oder minder gutem Erfolg. Natürlich liegen die Möglichkeiten hierzu nicht bei allen Unternehmungen in gleichem Maße vor. Neue Unternehmungen werden geneigt und genötigt sein, in den ersten Jahren möglichst viel an Gewinnen auszuschütten, bis sie sich das Vertrauen ihrer Aktionäre, der Börse und des Kapitalmarktes errungen haben, während alte Unternehmungen, die das Vertrauen des Marktes besitzen, viel eher eine Stabilität ihrer Dividenden, d. h. einen Ausgleich auf mittlerer Grundlage anstreben können. Ebenso spielt die Stabilität der Gewinne selbst wieder eine Rolle für die Durchführung einer stabilen Dividendenpolitik. Wo die Gewinne von Jahr zu Jahr heftig schwanken — wie z. B. in den Industrien mit kostspieligen Produktionsmitteln — ist der Ausgleich der Dividenden schwieriger als dort, wo die Gewinne an sich in etwa gleicher Höhe bleiben, wie z. B. in Unternehmungen mit Produktion für den nahezu gleichbleibenden Massenkonsum (Lebensmittel, Warenhäuser).

Bei den Banken hat die Dividendenpolitik sogar zu einer eigenartigen Gewinnrechnungspolitik geführt. Im Bankbetrieb ist es üblich

zwischen regelmäßigen Geschäften — Kreditgewährung, Wechselankauf — und unregelmäßigen Geschäften, vor allem dem Emissionsgeschäft zu unterscheiden. Gewinne aus Emissionsgeschäften werden in der Regel nicht zur Ausschüttung gebracht, sondern zurückgestellt. Die Dividende soll aus den regelmäßigen Geschäften gezahlt werden. Sie kann unter Umständen aus den Rückstellungen aufgefüllt werden, die anderweitig zusammen mit den Emissionsgewinnen gebildet worden sind. Natürlich können auch Verluste aus dem Emissionsgeschäft mit Gewinnen aus solchen ausgeglichen werden. Es verdient aber hervorgehoben zu werden, daß dies später nicht in der Bilanz, sondern hinter der Bilanz geschieht; darauf ist in dem Abschnitt über die stillen Reserven zurückzukommen. Übrigens verfahren industrielle Unternehmungen nach demselben Rezept, wenn sie solche Gewinne, die nicht aus der eigentlichen „Fabrikation“, sondern aus Beteiligungen, Grundstücksverkäufen und dergleichen fließen, von der Gewinnverteilung ausschließen. So ist es z. B. bei der AEG. üblich, Gewinne aus Finanzgeschäften — wie es heißt — zu internen Abschreibungen zu verwenden.

Die Bestimmung über die Höhe der auszuschüttenden Dividende (bzw. der zur Selbstfinanzierung zurückzuhaltenden Gewinne) ist nicht nur eine Angelegenheit, die den Betrieb oder das Unternehmen allein angeht, sondern auch die Aktionäre betrifft und von diesen gutzuheißen ist. Bevor auf diese Seite der Dividendenpolitik eingegangen wird, wie sie sich nach der Stabilisierung entwickelt hat, sei noch kurz auf die besondere Stellung hingewiesen, die in dieser Beziehung die sog. Familien-Aktiengesellschaften einnehmen. Das sind solche Aktiengesellschaften, deren Aktienkapital sich ganz oder zum größeren Teil in den Händen von Familienmitgliedern befindet. Hier ist natürlich leichter eine Verständigung über die Verwendung der erzielten Gewinne herbeizuführen. Interessant ist in dieser Beziehung die Aussage v. Siemens vor dem Enquête-Ausschuß: wir haben gar kein Interesse daran gehabt, daß die einzelnen Familienmitglieder Riesenverdienste erhielten. Gewiß, sie sollten anständig verdienen, aber nicht mehr. Wir haben lieber die Gelder in das Geschäft gesteckt.

Diese schöne Harmonie kann jäh gestört werden, wenn die Aktien in andere Hände übergehen und nunmehr die Verwaltung, die bis dahin gewöhnt war, nach eigenem Gutdünken zu handeln, in der Generalversammlung über ihre Dividendenpolitik Rede und Antwort stehen muß. Ein besonderes Beispiel hierzu bietet die Leonhard Tietz A.-G.: Eine Gruppe, in deren Hand sich ein größeres Paket Aktien befand, erzwang die Heraufsetzung der Dividende mehr oder weniger gegen den Willen und die Neigung der alten Besitzer der Aktien. Natürlich kann die Lage solcher „Eindringlinge“ gefährlich werden, wenn die Familienmehrheit beschließt, von einer Dividendenzahlung überhaupt abzusehen.

2. Dividendenpolitik seit 1924.

Die Dividendenpolitik ist nach der Währungsfestigung in der Öffentlichkeit Gegenstand lebhafter Erörterungen gewesen. Man muß zwei Zeitabschnitte unterscheiden: 1. die Jahre 1924 und 1925. Für diese Jahre wurden nur geringe oder keine Dividenden bezahlt. Die höchsten Dividenden lagen im Durchschnitt bei 6%; der bei der Goldmarkumstellung angenommene Normalsatz von 10% ist nur in wenigen Fällen erreicht worden. Der größte Teil aller Gesellschaften zahlte eben keine Dividenden; in einigen Fällen wurden vorgeschlagene Dividenden in der Generalversammlung wieder aufgegeben. Für die Öffentlichkeit bedeutete das Ausbleiben von Dividenden eine große Überraschung; man glaubte nach der starken Zusammenlegung der Aktienkapitalien bei der Goldmarkumstellung allgemein an hohe Dividenden. Doch auf der ganzen Linie gab es nur geringe Gewinne. In manchen Fällen sind sogar nur aus „Prestigegründen“ Dividenden gezahlt worden. Treffend bringt dies die AEG. in ihrem Geschäftsbericht 1924/25 zum Ausdruck, nach dem sie sich entschloß, 6% in Vorschlag zu bringen, „weil der Verödung des Effektenmarktes durch Verteilung verfügbaren Gewinnes vorgebeugt werden muß“ . . .

In dem zweiten Zeitabschnitt 1926—1928 lagen die Dinge umgekehrt: Der englische Bergarbeiterstreik, das Einströmen der Auslandskredite, sowie die Rationalisierungskonjunktur in diesen Jahren brachten recht erhebliche Gewinne. Doch gingen die Verwaltungen der Aktiengesellschaften nur zögernd dazu über, die Dividenden zu erhöhen. Sie hielten die Gewinne im großen Umfang zurück: das Schlagwort von der Selbstfinanzierung entstand. Als Begründung wurde jetzt angeführt: die Gesellschaften müssen wieder Reserven haben, sich ein finanzielles Fettpolster, wie früher, zulegen, „damit sie nicht beim ersten Windhauch zur Strecke gebracht werden“; vor allem müssen die zu hohen Kosten aufgenommenen Fremdkapitalien zurückgezahlt werden. Zugunsten der Selbstfinanzierung wurde weiter angeführt, daß sie den Zusammenschluß von Unternehmungen erleichtere, der für viele Gewerbezweige notwendig sei, um die höchste Wirtschaftlichkeit zu erzielen. Die großen Unternehmungen, vor allem die Trusts, wiesen darauf hin, daß sie in erster Linie an eine stetige Wirtschaftsführung ihrer Betriebe, an die Beschäftigung ihrer großen Zahl von Arbeitern und Angestellten zu denken hätten und nicht etwa nur an die Dividende für die Aktionäre. Am stärksten wurde jedoch der Gesichtspunkt betont, daß sich die Betriebe gegenüber dem technischen Fortschritt gerüstet halten müßten, den sie mitmachen müßten, wenn sie im Wettbewerb der Weltwirtschaft bestehen wollten. In diesem Zusammenhang sprach Silverberg von der schnellen Veralterung der maschinellen Anlagen — Abschreibungen heute in 4—5 Jahren, gegenüber 10—15 Jahren in der Vorkriegszeit —, während der

Vertreter der I. G. Farben vor dem Enquête-Ausschuß darauf hinwies, daß sich die I. G. Farben in einem fortgesetzten Umstellungsprozeß befänden, und daß man damit rechnen müsse, daß innerhalb von 15 Jahren eine vollständige Umstellung eingetreten sei.

Die angeführten „Gründe“ sind zweifellos dazu angetan, das Mittel der Selbstfinanzierung zu rechtfertigen. Es fragt sich nur, ob in allen Fällen die Gesichtspunkte Beachtung gefunden haben, die oben auseinandergesetzt sind: vorsichtige Abschätzung der Notwendigkeiten (Optimalgröße und Rentabilität) und weiter: ob auf der anderen Seite auch den Interessen des Kapitalmarktes, der Börse und der Aktionäre genügend Rechnung getragen worden ist.

Es würde zu weit führen und im einzelnen nicht immer leicht möglich sein, die zunehmende (und zu weitgehende!) Selbstfinanzierung an Beispielen nachzuweisen. Doch mögen ein paar Fälle genannt sein:

Bei der Harpener Bergbau A.-G. wurde 1929 der Anlagezuwachs von rund 18 Mill. RM nur aus 4 Mill. RM Anleihen, der Rest von 14 Mill. RM aus eigenen Überschüssen des Betriebes finanziert. Auch die noch umfangreicheren Neuanlagen der Vorjahre sind zum großen Teil aus dem Gewinn finanziert worden. Bemerkenswert erscheint in diesem Zusammenhang, daß in den drei Jahren 1927/29 6,4 Mill. RM zum Ausgleich der „Überteurung“ von Kokereibauten abgeschrieben werden mußten.

Die zur Ignaz-Petschek-Gruppe gehörenden Braunkohlenbergbaugesellschaften: Ilse, Eintracht, Niederlausitz haben seit 1924 ihre Betriebe in großem Umfange ausgedehnt und rationalisiert und zwar konnten diese Erweiterungen und Verbesserungen trotz regelmäßiger Dividenden von 8—10% ausschließlich aus Betriebsüberschüssen finanziert werden.

In der Finanzpresse wird die Rhein. A.-G. für Braunkohlenbergbau und Brikettfabrikation als das typische Beispiel für Selbstfinanzierung bezeichnet. (Mag. d. W. 1929, S. 1095.)

Auch im Kalibergbau sind die Neu- und Umbauten zum großen Teil aus den Betriebsüberschüssen finanziert worden. Der Enquêteausschuß hat die Gewinne der Kaliindustrie für 1928 auf rund 55 Mill. RM geschätzt; das bedeutet eine Verzinsung von etwa 22% des umlaufenden Aktienkapitals. Die durchschnittliche Dividende beträgt nach der Bilanzstatistik des Statistischen Reichsamts für 1928 rund 11%. Danach muß also die Hälfte der Gewinne zurückbehalten sein.

Als letztes Beispiel seien noch die Brauereien erwähnt, die die hohen Gewinne der letzten Jahre in starkem Maße zum Ausbau und Vergrößerung ihrer Anlagen verwendet haben.

Hiergegen muß noch — um Mißverständnissen vorzubeugen — betont werden, daß die zunehmende (und ausartende) Selbstfinanzierung während der Jahre 1926—1928 nicht bedeuten soll, daß nun alle Betriebe, gleich welcher Art und Größe, in gleicher Weise von der Selbstfinanzierung Gebrauch gemacht haben oder auch nur Gebrauch machen konnten. Darin liegt der Unterschied gegen früher, daß es immer nur einige bevorzugte Branchen waren, die aus der besonderen Konjunktur dieser Jahre Nutzen ziehen, also hohe Gewinne erzielen konnten, daß ferner auch von Unternehmung zu Unternehmung die Möglichkeit zur

Selbstfinanzierung verschieden war und endlich, daß es vielen Geschäftszweigen und einer großen Zahl von Unternehmungen überhaupt nicht möglich war, von einer Selbstfinanzierung Gebrauch zu machen, einfach deshalb nicht, weil sie nicht über die dazu erforderlichen Mittel verfügten. (Vgl. hierzu auch VI. Steuerpolitik.)

3. Börsenkurse und Dividenden.

Was zunächst die Rückwirkung auf die Börse anlangt, so sind hier die bekannten Erscheinungen zu erwähnen. Die Spekulation vermutete in der scharfen Goldmarkumstellung stille Reserven, die im Betrieb mitarbeiteten: sie erhoffte aus den Umstellungen weitere Gewinne und erblickte in den internationalen Verständigungen allgemein den Aufstieg einer neuen Weltkonjunktur. Gefördert wurde diese Spekulationsmeinung durch die Umschichtung der Börseninteressenten: Fortfall der Rentnerschichten und Überwiegen jüngerer Kräfte, die die Spekulation als Erbschaft der Inflation angetreten hatten. Auf diesem Hintergrund vollzog sich die Steigerung der Aktienkurse an der Berliner Börse in den Jahren 1925—1927, nach dem Aktienindex von 65% auf 170%, kam ein Kurs von 400% für I. G. Farben zustande bei einer Dividende von 10%. Es folgten die Auseinandersetzungen über das Mißverhältnis zwischen Aktienkurs und Aktienrente (gemessen an den damaligen Dividenden) und das Rätselraten über die Ergebnisse der mehr als laut betonten Rationalisierung.

Die Ernüchterung trat nach der Warnung des Reichsbankpräsidenten am 13. Mai 1927 ein, die davon ausging, daß sich eine übermäßige Wertpapierspekulation mit ausländischem Kapital entwickelt habe. Die Folgen sind bekannt: Börsenpanik, schwarzer Freitag und ein Rückgang der Kurse bis auf den heutigen Tag. Die Verwüstung des Kurszettels ist so weit vorgeschritten, daß jetzt umgekehrt die Kurse der Aktien außer Verhältnis zu den Dividenden stehen: während bei einem Reichsbankdiskont von 4% am Geldmarkt 2—5% bezahlt werden, festverzinsliche Werte mit 7½% rentieren, werfen Aktien, gemessen an den gezahlten Dividenden, 10 und mehr % ab. Neben anderen Gründen für diese Erscheinung werden auch den Verwaltungen der Aktiengesellschaften Vorwürfe gemacht, daß sie durch eine zu weitgetriebene Selbstfinanzierung dem Börsenhandel die nötigen Mittel vorenthalten haben, daß die niedrigen Dividenden zu einer Verärgerung der Aktionäre geführt haben, daß überhaupt die Aktie als solche nach diesen Vorgängen entwertet sei und ihre Rolle bei der Finanzierung und Kapitalanlage ausgespielt habe. Vielleicht ist es in diesem Zusammenhang von Interesse, sich in Erinnerung zu rufen, daß vor dem Kriege im allgemeinen — natürlich für die einzelnen Branchen verschieden — mehr an Dividenden ausge-

schüttet als von den Aktiengesellschaften in Form von Kapitalserhöhungen vom Markt aufgenommen worden ist.

Daher noch ein Wort über den Aktionär. Es wurde schon oben gesagt, daß grundsätzlich auch die Aktiengesellschaften von jeher Selbstfinanzierung betrieben haben. Nur gilt es bei ihnen, daß sie sich deswegen mit ihren Aktionären auseinandersetzen haben. Man hört häufig, daß es zwei Arten von Aktionären gebe: 1. solche, die die Aktien aus spekulativem Interesse erworben haben und 2. solche, die die Aktien als Vermögensanlage kaufen. Von der ersten Gruppe sagt man, daß sie in erster Linie ein Interesse an hohen Dividenden haben, während es den Dauer-Aktionären mehr auf stetige Dividenden ankommt. Ich glaube nicht, daß man diese Unterscheidung, weder nach den Personen noch nach den Absichten so scharf machen kann. Vor allem ist nicht einzusehen, warum die zweite Art von Aktionären nicht auch gern höhere, ja die höchsten Dividenden beziehen möchte, Sie will natürlich nicht, daß Dividenden gezahlt werden, die für den Betrieb nicht tragbar sind und ihn zugrunde richten. Das würde auch für sie Verluste bedeuten. Wenn aber die finanzielle Lage des Unternehmens so ist, daß höhere Dividenden gezahlt werden können, ist es auch für die „Daueraktionäre“ ein schwacher Trost zu hören, daß ihnen die zurückbehaltenen Gewinne ja in späterer Zeit doch wieder zugute kommen würden. In ähnlicher Weise hat sich Deutsch, der frühere Direktor der AEG., vor dem Enquêteausschuß geäußert: ich habe noch keinen Aktionär kennen gelernt, der mit der von uns vorgeschlagenen Dividende zufrieden gewesen wäre . . .

Wenn in der Vorkriegszeit die Dividendenpolitik im allgemeinen kein „böses Blut“ gemacht hat, so lag dies an verschiedenen Gründen. Zunächst ist ja die namenlose Masse der Aktionäre wenig tätig, im allgemeinen auch wenig sachverständig, um die wahre Lage zu erkennen (vgl. IV. Die stillen Reserven). Es fehlte zudem noch die Erscheinung des „Oppositions“aktionärs, der in sich die Aufgabe fühlte, die Rechte des kleinen Aktionärs wahrzunehmen. Dennoch ist es bemerkenswert, daß nach dem Enquêtebericht die AEG. auch schon früher mehrfach Prozesse mit Aktionären hat führen müssen, die wegen zu geringer Dividende Protest erhoben hatten. In allen Fällen hat das Reichsgericht zugunsten der AEG. entschieden. Zum zweiten konnte und brauchte die Dividendenpolitik im allgemeinen keinen Anstoß zu erregen, weil sie von zwei Gesichtspunkten beherrscht war, mit der sich die Aktionäre — beide Kategorien — wohl abfinden konnten. Erstens bewegte sich früher die Zurückhaltung von Mitteln in maßvollen Grenzen; in jahrelanger Thesaurierungspolitik ist jene Selbstfinanzierung zustande gekommen, von der oben die Rede war. Aber dies ist in der Zeit seit 1924 anders geworden: man wollte — sozusagen — auf einmal große

Summen für die an sich berechtigten Zwecke: finanzielle Stärkung, Bildung von Reserven, Umstellung, Rationalisierung, Abtragung von Schulden haben, eben als Ersatz für das schwierig zu erlangende Kapital. Es kann keinem Zweifel unterliegen, daß hierin vielfach zu weit gegangen ist und die Linie des Kompromisses zwischen dem eigenen Interesse und dem Interesse des Kapitalmarktes überschritten worden ist.

Und der zweite Gesichtspunkt war früher: mit der Dividendenpolitik sollte neben einer langsamen Selbstfinanzierung nicht eine stetige Dividendenhöhe im starren Sinne, d. h. unveränderte Dividenden verbunden sein, die Dividenden können — nach unten und oben — beweglich sein; sie sollen aber im ganzen eine langsame Steigerung aufweisen, wofür als Vorbild die Bankdividenden angeführt werden können. Die Zeit ist zu kurz, um heute schon sagen zu können, ob es den Aktiengesellschaften gelingen wird, in Zukunft diesen Gesichtspunkten wieder mehr Rechnung zu tragen. Jedenfalls scheint es so, als ob sich die böse Auslegung der Dividendenpolitik: „in guten Jahren wenig Dividende zu verteilen, in schlechten Jahren noch weniger“, nicht bewahrheiten sollte. Im Jahre 1929 haben die Aktiengesellschaften trotz verringerter Gewinne die gleichen oder sogar höhere Dividenden ausgeschüttet. Insbesondere die Banken haben sich von diesem Gesichtspunkt leiten lassen: obwohl ihre Gewinne zurückgegangen sind, haben sie für 1929 durchweg die gleichen Dividenden wie im Vorjahr ausgeschüttet ¹.

Daß den Aktiengesellschaften das Recht und die Pflicht zuerkannt werden sollte, in bestimmtem Umfange Selbstfinanzierung zu treiben, bzw. ihre Dividendenpolitik so einzurichten, daß sie nicht immer und unter allen Umständen die vollen Gewinne an ihre Aktionäre auskehren, darüber hat eigentlich die Praxis entschieden. Doch sind die Ansichten über das Wie und Wieviel noch nicht geklärt: es besteht — zumal in Deutschland — noch ein erheblicher Gegensatz zwischen dem Unternehmungsinteresse und dem Aktionärsinteresse, wie Deutsch es ausgedrückt hat, ein Kampf zwischen diesen beiden Interessen, der von den Verwaltungen nicht mit offenem Visier, sondern aus gut verdeckten Stellungen geführt wird: mit Hilfe der stillen Reserven.

4. Dividendenrücklagen zur Selbstfinanzierung.

Vorher ist noch einmal auf den Zusammenhang von Dividendenpolitik und Selbstfinanzierung zurückzukommen. Wenn aus dividenden-

¹ Nach einer in der Zeitschrift „Wirtschaft und Statistik“ (Jahrg. 1929, Heft 16, S. 686) veröffentlichten Bilanzstatistik ist der Gewinnsaldo der deutschen Aktiengesellschaften von 7,3% im Jahre 1928 auf 6,1% des Eigenkapitals im Jahre 1929 zurückgegangen. Die durchschnittliche Dividende hat sich dagegen so gut wie gar nicht verändert (von 7,52% 1928 auf 7,49% 1929).

politischen Erwägungen Gewinne nicht ausgeschüttet, sondern ganz oder zum Teil zum Ausgleich späterer gewinnarmer Jahre zurückgehalten werden, so leisten diese Beträge zunächst dieselben Dienste wie die Selbstfinanzierung. Der Unterschied liegt darin, daß die Rückstellungen zum Ausgleich der Dividenden anders zu verwenden sind, wenn sie wirklich später zur Auffüllung niedriger Gewinne benutzt werden sollen. Demgegenüber können die Gewinne, die endgültig als Kapital — Selbstfinanzierung — angesehen werden, in jeder dem Betriebe dienlichen Weise, also auch zu langfristigen Anlagen verwendet werden. In der Praxis können sich diese Unterschiede verwischen, wie es ja auch denkbar ist, daß die Gewinne, die im Laufe des Geschäftsjahres anfallen und später „verteilt“ werden sollen, vorher schon für Anlagen ausgegeben werden. Dann werden die für die Auszahlung der Dividenden benötigten Mittel auf dem Wege des Bankkredits oder der Ausgabe von Aktien und Obligationen beschafft. Das kann nach außen hin leicht den Eindruck einer unsoliden Finanzgebarung machen: Auszahlung der Dividende mit Hilfe des Bankkredits. Darin braucht aber gar keine Unsolidität zu liegen: denn die Anlagevermehrung, die aus der späteren Kapitalbeschaffung erfolgen sollte, ist einfach aus den flüssigen Mitteln vorweggenommen worden.

Die Zusammenhänge zwischen Dividendenpolitik und Selbstfinanzierung ergeben sich ferner aus der Technik der Verbuchung. Wenn bei der Aktiengesellschaft der Gewinn nicht ganz ausgeschüttet werden soll, so ist es möglich, den nicht verteilten Rest einfach auf Gewinn- und Verlustkonto stehen zu lassen oder — wie man in der Buchhaltungssprache sagt — ihn auf neue Rechnung vorzutragen. Dann vermehrt er rechnungsmäßig den Gewinn des nächsten Jahres. Es ist auch möglich, ihn auf ein Konto für Dividendenausgleich zu verbuchen. Wenn dies alljährlich geschieht, und hiervon die Zuteilungen für schlechte Geschäftsjahre gleichfalls regelmäßig abgesetzt werden, dann würde dieses Konto die Ausgleichungen, die die Dividendenpolitik herbeigeführt hat, deutlich erkennen lassen. Nun ist es zwar eine merkwürdige, nichtsdestoweniger aber feststehende Tatsache, daß die Abbuchung von Zuschüssen, d. h. die Verwendung der für diesen Zweck geschaffenen Reserven nicht gern gesehen wird. Jedenfalls glauben die Verwaltungen der deutschen Aktiengesellschaften, daß solche Entnahmen keinen guten Eindruck nach außen machen — im Gegensatz zum Ausland, wo man sowohl den Weg des Saldoportrages als auch die Politik offener Dividendenrücklagen in der Bilanz befolgt. So sehen wir denn, daß in Deutschland allgemein die Praxis herrscht, die Vorgänge der Dividendenpolitik sozusagen hinter der Bilanz abzutun, d. h. von der Methode der stillen Reserven Gebrauch zu machen. Dasselbe gilt von den für die eigentliche Selbstfinanzierung bestimmten Mitteln. Auch hier vollziehen sich die Vorgänge in großem

Umfang hinter der Bilanz, eben mit Hilfe der stillen Reserven. Deshalb ist notwendig, noch einiges über die Politik der stillen Reserven zu sagen.

IV. Die stillen Reserven.

1. Die Gewinnrechnung unter dem Einfluß der Gewinnverwendung.

Von der Gewinnverwendung ist die Gewinnausweisung scharf zu trennen, m. a. W. die Frage: wie sage ich es meinen Aktionären? Die Antwort ist: Am liebsten überhaupt nicht. Es ist hier nicht der Ort, im einzelnen den Mitteln und Wegen nachzugehen, die benutzt werden, um diese Antwort so vollkommen zu gestalten, wie es nur möglich ist. Es genügen einzelne Andeutungen, die zeigen, welche eigenartige Kunst sich hier entwickelt hat. Naturgemäß setzt die Bildung von stillen Reserven zunächst da ein, wo an sich schon eine ziffernmäßig genaue Ermittlung des Gewinns und der Gewinnfaktoren mit Schwierigkeiten verbunden ist: bei der Bewertung von Vorräten, noch mehr bei der Bemessung der Abschreibungen bis auf die beliebten Eine-Mark-Posten herunter. Oder dort, wo die Scheidung zwischen Dauer- oder Jahreskosten nicht leicht zu erkennen ist: bei Instandsetzungen, Ersatzbeschaffungen, Neuanlagen, die man dann über „Betriebsunkosten“ abbucht. Sehr beliebt sind ferner die Reserveposten: Delkredere-Rückstellung, Steuerreserven, Umbaureserven, die man unter Kreditoren aufführt; wie überhaupt die Kreditoren ganz interessante Betriebsgeheimnisse enthalten können. Jedenfalls eine Fülle von Möglichkeiten; dennoch soll es Unternehmungen geben, bei denen alle Künste versagen und der Zeitpunkt näher rückt, wo ein Verstecken nicht mehr möglich ist. Wenn man früher davon sprach, daß die Unternehmungen verschiedene Bilanzen aufstellten, sagen wir einmal: eine Bilanz für die Bank als Kreditbemessungsgrundlage und eine Bilanz für die Steuerbehörde, so meinte man damit, daß die eine oder andere Bilanz die Bilanz des Betriebes darstellen sollte. Heute ist es dagegen erforderlich, tatsächlich drei Bilanzen aufzustellen: 1. die eigentliche Betriebsbilanz, d. i. eine theoretisch und praktisch richtige Erfolgsrechnung, die die Grundlage der betrieblichen Dispositionen bildet; 2. die Steuerbilanz, die nach den besonderen Erfordernissen der Steuergesetzgebung aufgestellt wird, und 3. die Gewinnverteilungsbilanz, die der Öffentlichkeit lediglich zeigen soll, was an verteilbarem Reingewinn da ist. Es ist durchaus möglich, daß diese letzte Bilanz, deren Einfachheit wir in den veröffentlichten „Gewinn- und Verlustrechnungen“ zu bewundern Gelegenheit haben, den Verwaltungen der Unternehmungen das meiste Kopfzerbrechen verursacht.

Auf der anderen Seite ist es ebenso begreiflich, wenn in der Öffentlichkeit die Frage aufgeworfen wird, ob denn eine solche Entwicklung der

Berichterstattung überhaupt noch dem Gesetz entspricht, das der Aktiengesellschaft in § 261 HGB vorschreibt: „der sich aus der Vergleichung sämtlicher Aktiva und sämtlicher Passiva ergebende Gewinn ist in die Bilanz einzustellen“ und ferner (§ 260): „der Vorstand hat . . . eine Bilanz, eine Gewinn- und Verlustrechnung . . . vorzulegen.“ Denn eine so zurechtgestutzte Rechnung ist keine Bilanz und keine Gewinn- und Verlustrechnung mehr, wie sie der Gesetzgeber im Auge gehabt hatte, sondern nur noch eine Dividendenrechtfertigungsrechnung, die in der Auseinandersetzung mit den Aktionären gebraucht wird.

Und doch ist sie nicht nur eine Angelegenheit der Aktionäre. Bilanzen, die in übermäßiger Weise mit Gewinnverschleierungen und stillen Reserven arbeiten, stellen eine Irreführung der Öffentlichkeit dar, die nicht ohne Gefahren für die Gesamtwirtschaft ist.

Weder ist aus einer solchen Bilanz der genaue Umfang des insgesamt arbeitenden Kapitals noch der wirklich erzielte Gewinn ersichtlich: es ist daher nicht möglich, Aufschluß über die eigentliche Rentabilität zu gewinnen. Dadurch wird sowohl eine Beurteilung der Lohnpolitik auf der einen Seite, als auch die Aktienbewertung auf der anderen Seite erschwert, wenn nicht unmöglich gemacht. Durch Herausholen von stillen Reserven kann eine Zeitlang eine Rentabilität vorgetäuscht werden, obwohl eine solche in Wirklichkeit nicht besteht. Die überraschte Öffentlichkeit steht dann plötzlich vor einer Sanierung, deren Ursachen weit zurückliegen. In einem solchen Falle ist nicht nur eine Fehlleitung von Kapital eingetreten, das besser an einer anderen Stelle Verwendung gefunden hätte, sondern auch der Überblick über den Gang der wirtschaftlichen Entwicklung geht mehr und mehr verloren. Wie sehr bei einer solchen Sachlage eine ordentliche und sorgfältige Kapitalanlage erschwert wird, zeigt die Forderung der Privatbankiers¹, die Publizität der Aktiengesellschaften zu verbessern, indem sie darauf hinweisen, daß nur wenig Eingeweihte überhaupt noch in der Lage sind, ein einigermaßen zutreffendes Urteil über die Aktiengesellschaften zu haben, während die weitere Öffentlichkeit von einer Überraschung in die andere fällt.

2. Weshalb stille Reserven?

Die finanzwirtschaftlichen Vorteile der stillen Reserven für die Unternehmensleitung liegen vor allem in dem Umstand, daß sie mit ihnen schalten und walten kann, wie es ihr beliebt. Sie können, wenn es die Not oder die Gelegenheit erfordert, in jedem Augenblick ihrer eigentlichen Zweckbestimmung entzogen werden, indem z. B. außergewöhnliche Verluste gedeckt oder diskrete Beteiligungen erworben werden. Und dies alles ohne Wissen und Kontrolle der Generalversammlung und

¹ Frankfurter Zeitung vom 17. Nov. 1927.

Öffentlichkeit, obwohl es sich unter Umständen um Vorgänge handeln kann, die an Umfang oder Bedeutung dem eigentlichen Geschäftsbetrieb nahekommen. Natürlich ist es nicht so, daß jede Verwendung von stillen Reserven zum Schaden der Gesellschaft oder der Aktionäre ausschlagen müsse. Es kann in vielen Fällen für den Ruf oder den Kredit einer Gesellschaft durchaus vorteilhaft sein, wenn dieser oder jener geschäftliche Unglücksfall nicht in der weiteren Öffentlichkeit breitgetreten wird. Und schließlich müssen sich die Maßnahmen der Verwaltung, wenn sie erfolgreich gewesen sind, zu irgendeinem Zeitpunkt auf dem Gewinn- und Verlustkonto auswirken, so daß auch das finanzielle Ergebnis den Aktionären eines Tages zugute kommen muß. Und doch darf man ein Bedenken nicht unterdrücken, selbst wenn man der Verwaltung die besten Absichten unterstellt, nämlich die Möglichkeit, daß die Kalkulation über die Verwendung der stillen Reserven nicht mit der gleichen Sorgfalt und Vorsicht geschieht wie bei den Mitteln, über die in der Bilanz öffentlich Rechenschaft abzulegen ist. Es kann sehr leicht zu Erweiterungen, Experimenten, Beteiligungen und sonstigen Geschäften kommen, die nur deshalb vorgenommen werden, weil Mittel dafür aus unkontrollierbaren Reserven zur Verfügung stehen. Auf der anderen Seite liegt es im Wesen der stillen Reserven, daß sie — da genaue Ziffern darüber nicht angegeben werden — in der Öffentlichkeit leicht in ihrem Umfang überschätzt werden. So kommt es, daß manche Verwaltungen sich daran gewöhnt haben, recht laut von ihren stillen Reserven — in der Generalversammlung oder im Geschäftsbericht — zu sprechen, und daß die Aktionäre auch dann noch an die stillen Reserven glauben, wenn letztere wirklich still geworden, d. h. längst aufgezehrt worden sind.

Im Zusammenhang mit diesen Betrachtungen rücken auch die Bedenken gegen die Selbstfinanzierung in das richtige Licht: weil die Selbstfinanzierung mit der Politik der stillen Reserven verbunden ist, werden die oben erwähnten Bedenken leicht zur praktischen Gefahr.

3. Gesetzliche Einschränkungen.

So muß man, bei Ablehnung jeder Voreingenommenheit, doch zu dem Ergebnis kommen, daß es nötig ist, den Bilanzverschleierungen Grenzen zu ziehen, zumal die Aktiengesellschaften — worauf besonders hingewiesen wird — den öffentlichen Kapitalmarkt in Anspruch nehmen, sich hier an Kapitalbesitzer schlechthin wenden, die Geld anlegen wollen, und nicht etwa an einen kleinen Kreis von Interessenten oder Sachverständigen. Das einfachste Mittel wäre: striktes Verbot aller stillen Reserven, Bilanzklarheit und Bilanzwahrheit in des Wortes eigentlicher Bedeutung. Ich glaube aber nicht, daß sich in dieser Weise die Bilanzreform durchführen lassen wird. Zunächst sei daran erinnert, daß es eine Art von stillen Reserven gibt, die sozusagen aus dem Bilanzwesen selbst

herauswächst, und auf die gar nicht verzichtet werden kann: die Abschätzung der sich aus der Bewertung ergebenden Unsicherheiten und Ungewißheiten. Diese stillen Reserven können als Hilfsmittel der Bilanzrechnung nicht entbehrt werden. Natürlich ist es schwer, wenn nicht unmöglich, hierfür eine einwandfreie Abgrenzung zu finden: kaufmännische Übung und Sorgfalt können allein das Merkmal bilden.

Etwas anderes ist es mit jenen Beträgen, die aus den Gewinnen offensichtlich für Kapitalzwecke, d. h. also dauernd für den Betrieb — als Erweiterungskapitalien — verwendet werden. Hier liegt kein Grund vor, sie zu verstecken, — als eben der, einen geringeren Gewinn auszuweisen. Da aber anzunehmen ist, daß dies steuerlich nur in beschränktem Maße von Erfolg ist, so steht einer offenen Rechnungslegung nichts im Wege, zumal in der Zukunft das Mißverhältnis von Gewinnsteigerung (aus dieser Kapitalverwendung) und dem gering gebliebenen Bilanzkapital neue Maßnahmen erforderlich machen kann. Natürlich bereitet die Abgrenzung zwischen den stillen Reserven, die als Mittel der Bilanzierung für die zuverlässige Gewinnermittlung zulässig und notwendig sind, und jenen Mitteln, die nach der Gewinnermittlung für einen Dividendenausgleich oder für dauernde Kapitalanlagen in Betracht kommen, gewisse Schwierigkeiten, — aber doch wohl nur für den, der die Aufgabe hat, die getroffenen Maßnahmen nachzuprüfen. Die Verwaltungen werden, wenn sie die Bilanzen für die Gewinnermittlungen und für die Gewinnverwendungen aufstellen, über die Abgrenzungen selbst durchaus im klaren sein. Deshalb sollte es auch möglich sein, Normen für eine Abgrenzung aufzustellen.

Wenn man in dieser Weise eine gesetzliche „Regelung“ der stillen Reserven anstreben will, dann ist allerdings erforderlich, auch an die Vorschriften über die Gewinnverteilung zu denken. Es muß verhindert werden, daß die Majorität der Generalversammlung die Ausschüttung des nunmehr in voller Höhe ausgewiesenen Gewinnes unter allen Umständen verlangen kann. In Anlehnung an Lion (Zeitgemäße Steuer- und Finanzfragen, Heft 6/7 Jahrgang 1928) ist zu verlangen, daß in dieser Beziehung dem Vorstand oder Aufsichtsrat oder einer Minderheit von Aktionären ein Vorrecht eingeräumt, bzw. die Anrufung eines Schiedsgerichts möglich ist, wenn die Ausschüttung der Gewinne nicht im Interesse der Gesellschaft liegt. (Zusatz: Der Entwurf zur Aktiengesetznovelle verzichtet auf eine besondere „Regelung“ der stillen Reserven; da jedoch im Geschäftsbericht wesentliche Veränderungen gegenüber dem Vorjahr besonders angegeben und erläutert werden sollen, so wird mit dieser „Regelung“ auch der Legung (und Verwendung) übermäßiger stiller Reserven entgegengewirkt.)

V. Selbstfinanzierung und Volkswirtschaft.

1. Der Stellungswechsel.

Es ist oben ausgeführt worden, daß von jeher und insbesondere in den letzten Jahrzehnten vor dem Kriege die Selbstfinanzierung üblich und in den Aufbau und Ablauf der deutschen Volkswirtschaft in mehr oder weniger geordneter Weise eingegliedert war. Jedenfalls gab sie keine Veranlassung, daß man sich mit ihr in besonderer Weise auseinanderzusetzen hatte. Inzwischen hat sich die Größenordnung der Umstände, die heute in der Volkswirtschaft zusammenspielen, in außerordentlicher Weise verschoben. Dadurch hat auch die Selbstfinanzierung eine andere Bedeutung erlangt. Nur so ist es zu erklären, daß man sich jetzt so viel damit beschäftigt — und daß wir ihr hier einen besonderen Abschnitt widmen müssen, der sich mit ihren volkswirtschaftlichen Wirkungen beschäftigt.

Zu den wichtigsten Umständen, die in der Nachkriegszeit eine Umgestaltung erfahren haben, gehört das Verhältnis von Kapitalbedarf und Kapitalbildung und das Ergebnis dieses Verhältnisses: der Mangel an verfügbarem Geldkapital, die Veränderung in der Kapitalverteilung, die höheren Zinssätze für Leihkapital und das hierdurch veranlaßte Einströmen von Auslandskapital. Der Mangel an Kapital, die Schwierigkeit, Leihkapital zu erhalten und die hohen Kosten für das Fremdkapital sind — wie schon oben betont — die stärksten Anreger für die Zurückhaltung von Mitteln in den Unternehmungen, der hauptsächlich Grund für die in der Nachstabilisierungszeit zu beobachtende Zunahme der Selbstfinanzierung, wo immer es nur möglich war. So haben wir also eine Änderung gegenüber früher in zweifacher Richtung festzustellen: Verengung des Kapitalangebots bei vergrößerter Nachfrage nach Kapital und verstärkte Selbstfinanzierung, beides ursächlich zusammenhängend, aber doch eine volkswirtschaftliche Verlagerung von großer Bedeutung.

Während früher ein beträchtlicher Teil der in den Unternehmungen erzielten Überschüsse in die Hände einer breiten Schicht von Berechtigten (Aktionären) überging und hier Einkommen bildete, die zu Ausgaben aller Art verwendet werden konnten, tritt bei zunehmender Selbstfinanzierung eine entscheidende Änderung insofern ein, daß nunmehr die Unternehmung die selbstfinanzierten Beträge uneingeschränkt und meist sofort einer Kapitalanlage zuführt. Auf diese unmittelbare und lückenlose Kapitalbildung weist die Denkschrift des Reichsverbandes der Deutschen Industrie besonders hin:

„Vor allem muß die Kapitalbildung gefördert werden, die auf kürzestem und sicherstem Wege das neugebildete Kapital der Produktion zuführt.“

Die Erläuterungen, die als Begründung dieser Leitsätze beigegeben werden, sind zutreffend und einleuchtend:

Das ist — nach der Denkschrift — in erster Linie bei dem Kapital gegeben, das in den Betrieben selbst gebildet wird. Und schließlich wird noch für eine verstärkte und erleichterte Kapitalbildung der Wirtschaft selbst ein weiterer Umstand angeführt: die Zeitfrage. „Es ist wichtig, wann und wie schnell das gebildete Kapital wieder in den Produktionsprozeß hineinströmt.“ Daher die schon erwähnte Forderung: Die „Unternehmungen müssen über die Sicherung der Rentabilität hinaus Eigenkapital bilden.“

Vom Standpunkt der Industrie könnte man noch weitere Begründungen für die Festhaltung der in ihren Betrieben gebildeten Kapitalien anführen. So z. B., daß sich sowohl in den Sparbezirken (Wegfall der Rentner, zunehmende Spartätigkeit der Arbeiter, in gewissen Kreisen des Mittelstandes) als auch in den Anlagegewohnheiten (Sparkasseneinlagen statt Effekten) beträchtliche Verschiebungen vollzogen haben, und daß es nicht nur im eigenen Interesse der Unternehmungen, sondern auch im wohlverstandenen Interesse der Volkswirtschaft liegen kann, wenn von hier aus ordnend in die Kapitalverwendung eingegriffen wird. Dies um so mehr, als sich auch sonst am Geld- und Kapitalmarkt eigentümliche Entwicklungen zeigen, wie z. B. die Aufsaugung von Geldkapitalien innerhalb der Konsumgenossenschaften (mit ihrem Übergang zur Eigenherzeugung) oder die Absplitterung der „Geldwirtschaft“ der Arbeiter, Angestellten und Beamten, die gleichfalls flüssige Geldkapitalien in ihren Bankeinrichtungen auffangen und bestimmten Verwendungszwecken vorbehalten wollen.

So gesehen, stellt sich die verstärkte Selbstfinanzierung als eine Art „Selbsthilfe“ der Unternehmungen dar, die sich auch vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus rechtfertigen läßt. Daß durch sie die manigfachen Kosten, die sonst bei einer Kapitalbeschaffung von außen her entstehen, gespart werden, kann den Wert der Selbstfinanzierung nur erhöhen.

Es ist endlich auch nicht ganz richtig, allgemein zu sagen, daß die Selbstfinanzierung der Kontrolle des Zinssatzes entrückt sei und daß sie den Zinssatz als Verteiler der neugebildeten Kapitalien ausschalte. Gewiß hat der Zinssatz die Aufgabe, die Kapitalien der lohnendsten Verwendung zuzuführen, das soll heißen: daß das Kapital dorthin strömt, wo der höchste Ertrag winkt, der Zinssatz also hoch ist. In der Regel kann ein hoher Zinssatz nur gewährt werden, wenn der Ertrag, der mit dem Kapital erzielt werden kann, gleichfalls hoch ist. Nun ist die Selbstfinanzierung aber nur dort möglich, wo hohe Gewinne vorliegen; grundsätzlich ist daher bei der Selbstfinanzierung die rentabelste Verwendung des neugebildeten Kapitals gewährleistet¹. Man könnte sogar noch hin-

¹ Auf die Schwierigkeit, die Rentabilität der gewöhnlich aus Betriebsüberschüssen finanzierten wissenschaftlichen Forschungsarbeiten und Erfindungen vor-

zufügen, daß schließlich die Unternehmer über die Rentabilitätsaussichten einer Verwendung besser unterrichtet sein müßten, als die Masse der unsachverständigen, meist auf den Rat von Zwischenstellen angewiesenen Sparer dies sein kann. Vorausgesetzt natürlich, daß der Unternehmer alle — von innen und außen her wirkenden — Faktoren, die die Rentabilität bestimmen, richtig zu würdigen versteht. Es ist deshalb nicht so sehr diese Trennung von Sparer und Investor — wie Röpke meint — zu beklagen; vielmehr entsteht hier das andere Bedenken, daß bei der Selbstfinanzierung die berufsmäßigen Kreditvermittler — Banken — ausgeschaltet werden, deren Aufgabe es ist, nicht nur den rentabelsten, sondern auch den wichtigen Stellen der Volkswirtschaft das neugebildete Kapital zuzuführen.

2. Die Bedenken und Gefahren.

Doch sind hier noch wichtigere Bedenken zu nennen, die sich vom volkswirtschaftlichen Standpunkt ergeben. Zunächst bedeutet die Selbstfinanzierung in rentablen Unternehmungen, daß sich diese oder ganze Branchen stark entwickeln können, obwohl im übrigen Kapitalmangel herrscht. Das würde schließlich noch erträglich sein, so lange trotz Ausdehnung der Produktion — vielleicht sogar bei sinkenden Preisen — der Absatz anhält und die ursprünglich kalkulierte Rentabilität gewährleistet ist. Aber hier entsteht die erste Gefahr: Überproduktion, Absatzmangel, Krise, Rückgang der Gewinne und der Rentabilität oder, wie man heute sagt: die Gefahr der Kapitalfehlleitung. Auf diese Möglichkeit weist auch die erwähnte Denkschrift der Industrie mit folgenden Worten hin:

„Bei dem Kapital, das sich aus dem Einkommen der Betriebe, also in der Wirtschaft selbst bildet, mögen Kapitalfehlleitungen des angesammelten Kapitals vorkommen, aber das in der Wirtschaft selbst gebildete Kapital drängt erfahrungsgemäß nach einer rein produktiven Anlage.“

Es kommt natürlich auf den Umfang der Kapitalfehlleitungen an. Und da darf man wohl sagen, daß solche Kapitalfehlleitungen in einzelnen Unternehmungen oder Branchen — man denke an die Automobilindustrie — ganz beträchtlichen Umfang angenommen haben. Wenn hierbei in großem Maße auch Fremdkapital verwendet und verloren worden ist, so spielt dennoch die Selbstfinanzierung eine nicht zu unterschätzende Rolle. Ja, man kann sogar sagen, daß man das Risiko einer ungewissen Zukunftsentwicklung viel leichter auf sich nimmt, wenn man schon im Besitze der Mittel ist, als wenn man sie sich erst beschaffen und dem Kreditgeber gelegentlich Rechenschaft ablegen muß.

her, aber auch nachher — selbst nur annähernd — zu bestimmen, ist bereits an anderer Stelle (S. 13) hingewiesen.

(Wie hierbei die Politik der stillen Reserven mitspricht, wird weiter unten zu zeigen sein.)

Wenn durch die Krise eine Richtigstellung der zu stark aufgeblähten Unternehmungen oder Branchen eintritt, so bedeutet dies aber nicht nur, daß Kapital verloren gegangen ist, sondern es bedeutet viel mehr, nämlich, daß dieses Kapital anderen, minder rentablen, doch gleich wichtigen Unternehmungen vorenthalten worden ist. Und diese Unternehmungen können vielleicht deshalb gerade unrentabel sein, weil ihnen das erforderliche Kapital fehlt. Dieser Ausfall von Kapital muß insbesondere von den Betrieben schmerzlich empfunden werden, die sowieso schon von der Kreditorganisation stiefmütterlich behandelt werden, wie es z. B. bei der großen Zahl der kleineren und mittleren Industrieunternehmungen der Fall ist. Der Hinweis der Denkschrift des Reichsverbandes, daß durch die Selbstfinanzierung gerade die kleineren und mittleren Unternehmungen gestärkt würden, ist nicht so zu verstehen, daß diese Stärkung etwa die Folge der Selbstfinanzierung in den großen Unternehmungen wäre. Darüber kann kein Zweifel bestehen, daß die Selbstfinanzierung der größten und großen Unternehmungen das Mißverhältnis zwischen Kapitalbeschaffung hier und dort verstärkt.

Von hier aus können sich ferner unerwünschte Rückwirkungen auf die Höhe des Zinssatzes ergeben. Sofern die zur Selbstfinanzierung verwendeten Mittel nicht den gewünschten — privatwirtschaftlichen (Rentabilität) und volkswirtschaftlichen (Produktivität) — Erfolg gehabt haben, hat diese Fehlleitung von Kapital den Kapitalbedarf unnötigerweise gesteigert, bzw. den sonstigen Nachfragern die Kapitalbeschaffung erschwert. Dadurch ist ein verstärkter Anreiz zur Steigerung bzw. Hochhaltung des Zinssatzes entstanden. Hinzu kommt, daß die selbstfinanzierenden Unternehmungen mehr oder weniger aus dem Kreditverkehr ausscheiden. Das sind aber zugleich die Unternehmungen, die — weil sie selbstfinanzieren konnten — zu den kreditwürdigen Unternehmungen gehören, so daß die weniger guten Unternehmungen mehr auf den Kreditverkehr angewiesen sind und hier das Kreditrisiko vergrößern. Auf diese Weise überträgt sich in den bestehenden Zinssätzen eine höhere Risikoprämie, als dies der Fall wäre, wenn die guten Kreditnehmer nicht durch die Selbstfinanzierung zurückgetreten wären.

Dafür, daß diese Bedenken, die hier aufgezählt sind, nicht nur Bedenken sind und bleiben, sorgt schließlich das letzte Bedenken, das der Selbstfinanzierung anhaftet: die Art der Erfolgsschätzung. Hier ist zweierlei auseinanderzuhalten: 1. der zu erwartende Erfolg wird für eine weitere Zukunft veranschlagt, und 2. man nimmt es mit der Abschätzung des Erfolges nicht so genau. Beide Möglichkeiten ergeben sich daraus, daß die Mittel aus der Selbstfinanzierung eben da sind und keiner scharfen Kostenkalkulation bedürfen (siehe II. S. 15f). Sie bedeuten, daß

im ersten Fall — wenn man den Erfolg in einer späteren Zukunft erwartet — im Augenblick diese Mittel am Kapitalmarkt fehlen und den Zinssatz steigern, und im zweiten Fall, daß ein zusätzlicher Kapitalbedarf entstanden ist, der bei Beschaffung der Mittel am Markt vielleicht nicht zum Entstehen gekommen wäre. Es ist daher richtig, wenn von der Selbstfinanzierung gesagt wird, daß sie den Keim von Verschwendung in sich trägt, und es muß auffallen, daß die Denkschrift des Reichsverbandes ihre Forderung nach Bildung von Eigenkapital ganz ohne Einschränkung und ohne auf die Gefahren aufmerksam zu machen, aufstellt.

Aus der Tatsache, daß die Unternehmung spart und anlegt, Sparer und Investor — nach Röpke — nicht mehr getrennt sind, sondern in der Selbstfinanzierung zu einer Einheit werden, ergeben sich endlich gewisse Umgestaltungen in der Volkswirtschaft, die nicht unerwähnt bleiben dürfen. Zuerst am Geld- und Kapitalmarkt. Es ist hier von dem vorliegenden Fall auszugehen: Kapitalmangel, angespannte Lage des Geld- und Kapitalmarktes, hohe Zinssätze, verstärkte Selbstfinanzierung. Grundsätzlich liegen die Dinge dann so, daß die Teilhaber der Unternehmungen insbesondere die Aktionäre der Aktiengesellschaften, geringere Einnahmen erhalten; sie können daher weniger ausgeben oder anlegen. Es tritt entweder ein Rückgang der Depositen bei den Banken bzw. der Einlagen bei den Sparkassen ein, oder es werden weniger Geldkapitalien als Hypotheken ausgeliehen, Aktien oder Anleihen erworben: der Geld- und Kapitalmarkt hat sich verengt. Die von den Unternehmungen gesparten und nicht ausgeschütteten Gewinne gehen natürlich der Volkswirtschaft nicht verloren; sie verringern die Nachfrage am Geld- und Kapitalmarkt von seiten der Selbstfinanzierer. Insofern braucht eine Änderung der Lage im ganzen und demzufolge eine Rückwirkung auf die Zinssätze nicht einzutreten. Wenn aber — und das ist soeben auseinandergesetzt worden — die Selbstfinanzierer nur deshalb eine Erweiterung ihrer Betriebe vornehmen, weil sie nun einmal über die erforderlichen Mittel verfügen, so wird hier ein neuer zusätzlicher Kapitalbedarf großgezogen, der vielleicht nicht effektiv geworden wäre, wenn das Kapital am Kapitalmarkt hätte beschafft werden müssen. Diese Umschaltungen am Geld- und Kapitalmarkt lassen sich deutlich an der Finanzgebarung der großen Trusts ablesen. Ich habe darüber an anderer Stelle geschrieben ¹.

Zum anderen: Wenn der Gewinn ausgeschüttet wird, so bildet er Einkommen der empfangenden Personen. Es liegt in deren Händen, was sie mit den Bezügen anfangen sollen: Ausgabe für den Lebensunterhalt, für Luxus Zwecke, für Ausgaben oder Anlagen im Ausland, bzw. für

¹ Vgl. mein Buch: Kapital und Betrieb, Leipzig 1929, S. 133 ff.

eine Kapitalanlage im Inland. Von diesen Personen kann also der Gewinn dem Markt der Konsum- bzw. Gebrauchs- oder Luxusgüter zufließen oder ins Ausland abwandern oder als Kapital den Unternehmungen oder der öffentlichen Hand in Form von Aktien, Anleihen und Krediten zur Verfügung gestellt werden. Diese Möglichkeiten fallen fort, wenn die Gewinne nicht ausgezahlt, sondern zur Selbstfinanzierung verwendet werden. Daraus folgt, daß von dem Ausmaß, das die Selbstfinanzierung in einer Volkswirtschaft annimmt, nicht nur die Verfassung des Geld- und Kapitalmarktes, sondern auch die der Produktionsmittel- und der Konsumgütermärkte eine Änderung erfahren muß. Von hier aus lassen sich, wie das z. B. Liefmann tut, Linien zur Konjunkturentwicklung legen. Die Selbstfinanzierung führt zur Ausdehnung oder Verbesserung der Betriebe mit der Wirkung, daß nicht nur diese Ausdehnung auf andere Betriebe zurückwirkt, sondern letzten Endes auch die Hervorbringung der Produktionsmittel gesteigert wird, während im Augenblick die Nachfrage auf dem Markt der Verbrauchsgüter zurückgeht. Hierdurch kann der Ablauf der volkswirtschaftlichen Konjunkturen beeinträchtigt bzw. verstärkt werden, wenn etwa auf der ganzen Linie die Selbstfinanzierung in verstärktem Maße zur Auswirkung gelangen würde, bis sie eben ihr Ende in der durch sie mit herbeigeführten Krise findet. Auch von hier aus ergibt sich die Notwendigkeit, bei der Beurteilung der Selbstfinanzierung das Ausmaß derselben und die jeweilige Gesamtlage der Volkswirtschaft nicht außer acht zu lassen. Es will mir scheinen — der Nachweis für diese Meinung wird sich nur schwer erbringen lassen — als ob die jüngst hereingebrochene Krise zu einem nicht geringen Teil auch auf die Außerachtlassung der Grenzen der Selbstfinanzierung zurückzuführen ist.

3. Preispolitik und Selbstfinanzierung.

Das Ausmaß der Selbstfinanzierung ist von der Höhe der erzielten Gewinne abhängig. Als volkswirtschaftlich vorteilhaft ist es zu bezeichnen, wenn die Steigerung der Gewinne mit einer Senkung der Preise einhergeht, was durch eine Erhöhung des Umsatzes herbeigeführt werden kann (Idee der vollkommenen Rationalisierung: Ford). Hierbei können sich Differentialgewinne in der Weise ergeben, daß die Preissenkung nicht in dem Umfang vorgenommen wird, wie es die Umsatzsteigerung zulassen würde. Die Gewinnsteigerung kann aber auch dadurch erzielt werden, daß bei unveränderten Preisen der Umsatz erhöht wird, was natürlich im einzelnen von der Marktlage und der Elastizität der Nachfrage abhängig ist. Schließlich ist eine Gewinnsteigerung noch möglich, wenn bei unverändertem Umsatz eine Erhöhung der Preise vorgenommen und durchgesetzt wird. Da der Anreiz zur Selbstfinanzierung in der Gegen-

wart, wie gezeigt, besonders groß ist, wird das Bestreben, auf die eine oder andere Weise zu hohen Gewinnen zu kommen, gleichfalls groß sein.

Dieses Streben nach Selbstfinanzierung hat natürlich die Wirkung, daß in Zeiten, in denen sich aus der Marktlage eine Preissteigerung ergibt, der Anreiz zur Preissteigerung verstärkt wird, wie dies z. B. beim Konjunkturanstieg der Fall ist. Gefährlich kann dieses Streben nach Selbstfinanzierung für die Preisbildung werden, wenn eine offenbare Notmarktlage (im wirtschaftlichen Sinne) vorliegt, wie sie etwa noch in den Jahren 1924 und 1925 gegeben war. Damals litten die Unternehmungen unter starkem Kapitalmangel, die Aufnahme fremden Kapitals war noch sehr erschwert oder mit hohen Kosten verbunden, in der Volkswirtschaft war eine Umlagerung der Kaufkraft eingetreten, die Kaufkraft selbst war noch gering, daher auch geringe Umsätze. Jetzt werden die hohen Preise mit der Notwendigkeit der Selbstfinanzierung begründet, also Kapitalbeschaffung aus hohen Preisen. Es kann keinem Zweifel unterliegen, daß unter den damaligen Umständen das volkswirtschaftlich bedenkliche Mißverhältnis zwischen Umsatz und Preisen auf diese Weise verschärft worden ist. Die Illiquiditätskrise von 1925/26 hat denn auch dieser merkwürdigen Finanzpolitik zahlreicher Unternehmungen ein Ende bereitet.

Die Rückwirkung der Selbstfinanzierung auf die Preise wird in besonderem Maße bei den Kartellen oder kartellartigen Bindungen zu prüfen sein. Hier können die aus hochgehaltenen Preisen erzielten Gewinne zum Aufkauf von Konkurrenzbetrieben benutzt werden, wodurch zwar ein mengenmäßiger Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage herbeigeführt wird, dies aber nur unter gleichzeitiger Beibehaltung und Verzinsung des für die Stilllegung erforderlichen Kapitals. Dem natürlichen Auslesevorgang mit dem Untergang des nicht mehr rentablen Kapitals wird auf diese Weise ein Riegel vorgeschoben. Auf der anderen Seite hat hier die Selbstfinanzierung die Neigung, den Konzentrationsvorgang zu fördern und zu beschleunigen, bzw. die Kartellpolitik liefert selbst die Mittel zur Vollendung des Kartellgedankens und schließlich zum Übergang zum Trust. Auch beim Trust geht die Differentialrente, die, wie wir gesehen haben, eine wichtige Quelle der Selbstfinanzierung ist, nicht ganz verloren; nach wie vor können die einzelnen Teile des Trusts mit verschiedenen Kosten arbeiten. Nur kann hier ein besserer Ausgleich in der Verwendung der Mittel eintreten.

Für die durch die Kartellpolitik geförderte Selbstfinanzierung lassen sich zahlreiche Beispiele aus der Praxis anführen. Besonders gern wird in dieser Beziehung auf die Entwicklung der Stickstoff- und der Zementindustrie verwiesen. Auf ein neueres und augenfälliges Beispiel wird von Guggenheimer (*Der Deutsche Volkswirt*, Juli 1930) aufmerksam gemacht: den überstürzten und weitgehenden Ausbau von Tankstellen

in den Städten und auf dem Lande, der hohe Kosten nicht nur der Fertigstellung, sondern auch der Lagerung (Benzin) verursacht. Nach Ansicht des Verfassers des erwähnten Aufsatzes könnte „durch Einsparung schädlicher Konkurrenzmaßnahmen der Benzinpreis um schätzungsweise 40% gesenkt werden“.

Diese Überlegungen gelten grundsätzlich auch für die Finanzierung der Betriebe der öffentlichen Hand. Es kommt hinzu, daß sie meist — wie z. B. die kommunalen Wirtschaftsbetriebe — Monopolstellung besitzen und daher mehr oder weniger selbständig in der Festsetzung der Preise für ihre Leistungen sind. Auch bei ihnen ist allgemein die Neigung anzutreffen, auf Selbstfinanzierung zu sehen, weil sie — vielleicht noch mehr als die privaten Unternehmungen — unter den Schwierigkeiten der Kapitalbeschaffung zu leiden haben. In vielen Fällen vollzieht sich tatsächlich der Ausbau der Betriebe auf diesem Wege. Bei den Kommunalbetrieben kommt noch hinzu, daß oft deren Finanzwirtschaft meist mit dem kommunalen Haushalt verquickt wird, das soll heißen: daß die Überschüsse der Betriebe in den allgemeinen Stadtsäckel fließen. Dann kommt von hier aus der Druck auf die Wirtschaftsbetriebe, daß sie möglichst hohe Überschüsse abliefern sollen. Das einfachste Mittel — neben Vervollkommnung der Betriebsmethoden — ist dann die Erhöhung der Preise für die erstellten Leistungen: eine besondere Art der Besteuerung, die sich nach dem Gebrauch von Gas, Licht, Wasser, Verkehrsmitteln u. dgl. richtet ¹.

Soweit die öffentlichen Unternehmungen ausschließlich Fremdkapital benutzen, geht in solchen Fällen der verbleibende „Unternehmergewinn“ für die allgemeinen Zwecke der betreffenden Körperschaft auf. Man verzichtet dann auf die Selbstfinanzierung, d. h. auf die Bildung von Eigenkapital oder Reserven. Schwankungen in den Ergebnissen der Betriebe werden nun nicht mehr, wie das sonst üblich ist, durch Bildung und Verwendung von Rücklagen ausgeglichen, sondern auf dem Wege über die Preise, wobei die Erhöhung der Preise als ein bevorzugtes Mittel angesehen wird, während bei überhöhtem Gewinn von einer Preissenkung nur selten Gebrauch gemacht wird. Für Erweiterungen oder Verbesserungen wird, weil eine Selbstfinanzierung nicht in Frage kommt, von neuem Fremdkapital, vielleicht Auslandskapital, in Anspruch genommen und damit entstehen all die Fragen, die mit der Aufnahme ausländischer Anleihen zusammenhängen. Natürlich liegt der erste Anlaß für eine solche Finanzpolitik in denjenigen Ausgaben der öffentlichen Haushalte, die nicht auf dem ordentlichen Wege — Steuern oder Anleihen — gedeckt werden können.

¹ Nach der Reichsfinanzstatistik sind die Überschüsse der Erwerbsbetriebe in 44 Großstädten je Kopf der Bevölkerung von 8,78 RM im Jahre 1913/14 auf RM 13,69 im Jahre 1927/28 gestiegen.

Wo den Beteiligten diese Zusammenhänge bekannt sind, suchen die Leiter der öffentlichen Wirtschaftsbetriebe gern die rechnerischen Überschüsse herabzudrücken, sei es durch Anlegung von Fonds oder durch verstärkte Tilgung der Anleihen. Hierbei kann leicht das Gegenteil zu einer fiskalischen Gewinnpolitik eintreten: indem die Wirtschaftsbetriebe gleichzeitig tilgen und Reserven für Ersatzbeschaffungen bilden, sammeln sie tatsächlich Eigenkapital an, und es fragt sich wieder, inwieweit dies auf die Preise ihrer Leistungen für Gas-, Wasser, Elektrizität mittelbar zurückwirkt. Zu der beabsichtigten Vereinheitlichung des Rechnungswesens und der Kontrolle der Rechnungslegung durch eine besondere Stelle müssen allgemeine Grundsätze der Finanzgebarung treten, die zugleich die Frage nach einer berechtigten und notwendigen Selbstfinanzierung lösen.

Zu den Unternehmen der öffentlichen Hand sind schließlich die Reichspost und die Reichsbahn zu rechnen. Es würde eine bedenkliche Oberflächlichkeit bedeuten, wenn ich zu deren Finanzierung hier — gewissermaßen in einem Nebensatz — ein paar kritische Randbemerkungen machen wollte. Ich möchte lediglich ein paar Fragen andeuten, an die man zu denken hat, wenn man von den Sachverständigen darüber belehrt wird, daß diese oder jene Finanzmaßnahme richtig ist oder nicht. Zunächst: bei beiden Unternehmen ist auf statistischem, also auf rein rechnerischem Wege ein Grundkapital ermittelt worden, das man als Maßstab für eine Verzinsung in bestimmter Höhe annimmt. Sonst ist es nämlich üblich, umgekehrt von einem bestimmten Ertrage auszugehen, nach dem der Wert (Ertragswert) der investierten Güter berechnet wird. Oder genauer: wo steht geschrieben, daß z. B. die Reichsbahn ein Kapital von 13 Milld. RM Stammaktien, 11 Milld. RM Reparationsschuldverschreibungen und 500 Mill. RM Vorzugsaktien oder die Reichspost ein solches von 2,4 Milld. haben muß, das der Rentabilitätsberechnung zugrunde gelegt wird. Es gibt nur wenig „private“ Unternehmungen, die in der glücklichen Lage sind, sich auf das gesamte, jemals in den Betrieb gesteckte Kapital eine Rente und dazu noch in bestimmter Höhe zu berechnen. Nach einer englischen Rechnung sollen sich z. B. die englischen Bahnen, wenn man das gesamte Kapital zugrunde legt, nicht über 0,5% rentieren. Müßte man nicht bei der Bestimmung der Höhe der Rente und des Kapitals von einem Ertrag ausgehen, der sich als volkswirtschaftlich erträglich, ja volkswirtschaftlich richtunggebend erweist? Ferner: ist es richtig, die Abschreibungen angesichts der gegenwärtigen Wirtschaftslage in Deutschland so hoch anzusetzen? Bei der Reichsbahn unter Berücksichtigung der Erneuerungskosten in irgendeiner Zukunft, bei der Reichspost in Höhe etwa der jährlichen Anlagezugänge (1927: 400 Mill. RM)? Wenn überdies die Reichsbahn vorweg für Reparationszwecke 660 Mill. RM auf-

bringen muß? Sollte man bei allem diesem nicht etwas mehr an die Belastung der Gegenwart denken und die Sorgen der Zukunft einer „anderen“ Wirtschaftslage überlassen? Ich stelle diese Fragen nur, um zu zeigen, welche große Bedeutung den Finanzierungsmaßnahmen im Zusammenhang mit der Preispolitik dieser Unternehmen zukommt.

Und schließlich sei noch ein Betrieb der öffentlichen Hand genannt, dem es sogar spielend gelingt, sozusagen alles aus den Einnahmen zu finanzieren: die Rundfunkgesellschaften. Mit den RM 2.—, die der einzelne Hörer allmonatlich zahlt, werden Versuchsanlagen gebaut, Sender errichtet, alte abgerissen, wieder neue gebaut — vielleicht, weil hier der technische Fortschritt mit dem Geschäftsjahr zusammenfällt. Man sieht: das Geld ist eben da und kann nutzbringend verbraucht werden.

Bei der betriebswirtschaftlichen Betrachtung habe ich Fords Finanzierungspraxis kurz gekennzeichnet. Wenn ich Ford hier noch einmal erwähne, so tue ich dies aus zwei Gründen. Erstens, weil er im wahren Sinne des Wortes eine volkswirtschaftliche Preispolitik betrieben hat: erhebliche Senkung der Preise für seine Produkte, hingegen eine noch stärkere Ausdehnung des Absatzes mit der Wirkung, daß auch die tatsächlichen Gewinne beträchtlich, d. h. höher waren als die kalkulierten Gewinne. Zum zweiten: es muß erwähnt werden, daß diese preispolitischen Grundsätze in Amerika nicht ohne Gegnerschaft geblieben sind. Ich darf von einer Begebenheit berichten, die mir zugestoßen ist. Ich wurde von einem deutschen Industrieverband aufgefordert, einen Vortrag über Preispolitik zu halten. Als Material für diesen Vortrag wurden mir zahlreiche amerikanische Äußerungen über Preispolitik zugestellt. In diesem „Material“ wurde immer wieder darauf hingewiesen, daß es notwendig sei, nicht niedrige Preise, sondern hohe Preise zu fordern. Einzelpersonen und Verbände wetteiferten in dem Nachweis, daß der Industrielle (dieser besonderen Branche) zu billig verkaufe, daß in jedem Preise u. a. enthalten sein müsse 1. eine anständige Verzinsung des Kapitals, 2. ein Betrag für Verbesserungen, Erfindungen usw., 3. ein Betrag für Reserven als finanzielles Fettpolster und 4. Mittel zur Selbstfinanzierung der Erweiterungen — und ich weiß nicht mehr was alles sonst noch. Auch der deutsche Verband war auf dem besten Wege, die Parole für hohe Preise auszugeben. Ich glaube nicht, daß mein Vortrag bei denen besonderen Gefallen erweckt hat, die von der Richtigkeit dieser amerikanischen Beweisführung überzeugt waren. Jedenfalls zeigen diese Stimmen — ich kann ihren Wert und ihre Bedeutung, die sie in Amerika haben, nicht abschätzen —, daß man zum mindesten dort auch anderen Methoden nachgeht als denen, die Ford verfolgt. Eine Bestätigung der Lehre von den hohen Preisen findet sich übrigens in einem Aufsatz von W. L. Churchill, „Consulting engineer“, im *Industrial Management* über: *The fallacy*

of the ten per cent profit: „Das Herunterschrauben der Gewinne — demoliere häufig ganze Industrien, indem die Fabrikanten sich zu allzu niedrigen Preisen verleiten ließen“. (Zitiert nach Hasenack). Es wird der Vorschlag gemacht, alle Gewinne bis zu 10% steuerfrei zu lassen, weil sie für die innere Kräftigung des Betriebes unentbehrlich seien.

4. Der Umfang der Selbstfinanzierung.

Ein Versuch, den Umfang der jährlichen Selbstfinanzierung in Zahlenwerten genau zu erfassen, müßte zunächst den Kreis der Träger der Selbstfinanzierung eindeutig bestimmen. Schon bei dieser Aufgabe ergeben sich Zweifelsfragen und Schwierigkeiten. Unbestritten kann angenommen werden, daß zunächst alle als Unternehmung geführten Betriebe dazu zu rechnen sind: Aktiengesellschaften, Gesellschaften mit beschränkter Haftung, Gewerkschaften, auch die Genossenschaften und die Personalunternehmungen: Offene Handelsgesellschaften, Kommanditgesellschaften, Einzelfirmen. Zweifel tauchen bei der Frage auf, wieweit die rechtlich als „Minderkaufleute“ bezeichneten Betriebsinhaber einzubeziehen sind.

Ferner: Selbstfinanzierung ist in allen Wirtschaftszweigen festzustellen: Industrie, Handel, Banken, Verkehrswesen, Landwirtschaft. In der Landwirtschaft gibt es eine Form der Selbstfinanzierung, die man als natürliche, zwangsläufige oder direkte bezeichnen kann: der Vermögenszuwachs, der sich aus dem mehrjährigen Wachstum der Forsten, des Viehs, der Bodenverbesserung durch Brache, Verkopplung o. ä. ergibt. Dieser Vermögenszuwachs ist „zurückbehaltener“ Gewinn, der nicht ausgeschüttet wird, weil er nie die Form des Geldes durchlaufen hat. Deshalb, aber auch aus anderen Gründen, ist diese Selbstfinanzierung in Zahlen kaum erfaßbar.

Die Schwierigkeiten, die sich dem Statistiker aus dem ebenfalls nicht ganz eindeutig bestimmbareren Begriff der Selbstfinanzierung ergeben, sollen hier nur angedeutet werden: Selbstfinanzierung mit vorübergehend (bis zur Ausschüttung) arbeitendem Gewinn, Selbstfinanzierung aus Abschreibungsrücklagen, Selbstfinanzierung öffentlicher Unternehmungen usw.

Schließlich ist auch hier wieder die schon bei anderen Anlässen aufgeworfene wichtige Frage zu beantworten: bedeutet Selbstfinanzierung das aus dem Gewinn im Betrieb zurückgehaltene Geldkapital oder handelt es sich um den Sachwert der Anlagen, Vorräte usw., die aus dem Gewinn finanziert worden sind? Wenn man sich erinnert, daß zweifellos die Selbstfinanzierung zur Erstellung unrentabler Anlagen, zur Ausdehnung von Lagerbeständen geführt hat, deren heutiger Wert nicht mehr dem hineingesteckten Geldkapital entspricht, wenn man sich der Kapitalfehlleitungen und -verluste in Landwirtschaft, In-

dustrie und Verkehrswesen erinnert, dann wird klar, daß für die Selbstfinanzierung als aufgewendetes Kapital ein anderes (vermutlich größeres) Maß sich ergibt als für die Selbstfinanzierung im Hinblick auf die damit beschafften Sachgüter. Und die Berechnung des Wertes der selbstfinanzierten Sachgüter wird wiederum verschiedene Ergebnisse zeigen je nach der Wertart, die man zugrunde legt (Ertragswert, Anschaffungswert usw.). Ich bin allerdings der Ansicht, daß sich aus dem Begriff der Selbstfinanzierung: Kapitalbeschaffung aus dem Gewinn, und auch aus dem zeitlichen Vorgang als das Primäre und Wesentliche das Geldkapital, nicht das Sachkapital als Grundlage und Ziel für die Bestimmung des Umfangs der Selbstfinanzierung ergibt.

Ich habe diese Schwierigkeiten und Zweifelsfragen vorweg angedeutet, um zu zeigen, daß erstens eine genaue Berechnung des Umfangs der Selbstfinanzierung gar nicht möglich ist und daß zweitens die von verschiedenen Seiten nach dieser Richtung hin unternommenen Versuche naturgemäß zu abweichenden Ergebnissen führen müssen. Es kommt ferner hinzu, daß die in einem Augenblick oder für eine bestimmte Zeitdauer geschätzte Zahl in der Folgezeit längst wieder überholt sein kann durch inzwischen eingetretene Verluste, Fehlleitungen oder gar Ausschüttungen.

Welche Unterlagen stehen für derartige Schätzungen zur Verfügung? In den Einkommenssteuererklärungen ist angegeben, welcher Gewinn erzielt worden ist und in welcher Höhe er als Dividende und Tantieme ausgeschüttet oder als Privatentnahme verbraucht worden ist. Eine gesamtstatistische Verarbeitung der jährlichen Steuererklärungen würde also als Differenz den nicht ausgeschütteten bzw. nicht verbrauchten Gewinn ergeben, den man — mit einigen Vorbehalten — als zurückbehaltenen und im Betriebe verwendeten Gewinn, m. a. W. als Gesamtbetrag der Selbstfinanzierung ansehen könnte. Eine derartige auf den Steuererklärungen aufbauende Statistik liegt leider nicht vor. Wohl kann man die versteuerten Gewinne der Erwerbsgesellschaften aus dem Steueraufkommen (20% des Gewinns) leicht errechnen.

Eine andere Schätzung könnte von den veröffentlichten Aktienbilanzen ausgehen, die sowohl den Gewinn, als auch den als Dividende und für andere außerbetriebliche Zwecke ausgeschütteten Teil desselben zeigen. Der Unterschied würde aber nur einen Teil des Umfangs der deutschen Selbstfinanzierung darstellen, da erstens noch die zurückbehaltenen Gewinne der nicht veröffentlichten Bilanzen, also insbesondere aller Personalunternehmungen und zweitens auch die versteckten Gewinne (jährlicher Zuwachs an stillen Reserven) zu berücksichtigen wären.

Die bisher bekannten Versuche zur Schätzung der Kapitalbildung durch Selbstfinanzierung gehen von einer Verbindung der beiden dargestellten Grundlagen aus. Helfferich hat vor dem Kriege für das

Jahr 1912 den Zuwachs an offenen und stillen Reserven für alle juristischen Personen in Preußen auf 220 Mill. Mk. geschätzt¹, auf das ganze Reich umgerechnet: 367 Mill. Mk. Josiah Stamp und Kurt Singer² halten den Betrag für zu niedrig und möchten ihn 50% höher ansetzen, also mit 550 Mill. Mk. Die Selbstfinanzierung der Personengesellschaften ist nicht darin berücksichtigt.

Die erste Schätzung der Selbstfinanzierung nach dem Kriege stammt von Welter³. Er glaubt, daß die Kapitalbildung der öffentlichen und privaten Unternehmungen in Deutschland für 1927 mit 2½ Milld. RM „schwerlich überschätzt“ sei. Als Ausgangspunkt dient ihm die Tatsache, daß die Jahresdividende der Aktiengesellschaften 1927 etwa 1½ Mill. RM betragen hat, daß die Dividende in der Regel — zumal in Zeiten des Aufbaus und der hohen Steuerbelastung von Dividendenausschüttung und Kapitalneuaufnahme — weit hinter dem tatsächlichen Ertrage zurückbleibe, und daß schließlich zur Selbstfinanzierung der Aktiengesellschaften natürlich noch die aller anderen öffentlichen und privaten Unternehmungen hinzuzurechnen sei.

Eine andere Schätzung knüpft an Zahlen an, die Ministerialdirektor Zarden während der Eilsener Tagung der Friedrich-List-Gesellschaft bekanntgegeben hat⁴. Nach seinen Angaben beträgt das Aufkommen der Körperschaftssteuer 600 Mill. RM. Da der Steuerbetrag 20% ist, würde das einem Gewinn von 3 Milld. RM entsprechen. Die ausgeschütteten Gewinne betragen nach seiner Schätzung etwas über 1100 RM. Man darf nun aber nicht daraus folgern, wie das verschiedentlich geschehen ist, daß die restlichen 1,9 Milld. RM als Selbstfinanzierung der Erwerbsgesellschaften zu betrachten sind. In einem im „Magazin der Wirtschaft“ (1930, Heft 11, Seite 505) erschienenen Aufsatz „Der Umfang der Selbstfinanzierung in der deutschen Wirtschaft“ wird mit Recht darauf hingewiesen, daß aus dem nicht als Dividende verteilten Gewinn von 3 Milld. RM noch die nicht abzugsfähigen Körperschafts- und Vermögenssteuern mit 735 Mill. RM, ferner Vergütungen an den Aufsichtsrat von schätzungsweise 100 Mill. RM zu zahlen seien. In dem gleichen Aufsatz wird ferner nachgewiesen, daß der ausgeschüttete Gewinn mit 1100 Mill. RM zu niedrig geschätzt sei, daß er auf Grund der Bilanzstatistik der Aktiengesellschaften unter Berücksichtigung ferner der GmbH.-Gewinne einerseits, der Doppelzählungen andererseits kaum weniger als die Hälfte des Gewinns, also mindestens 1,5 Milld. RM

¹ Helfferich: Deutschlands Volkswohlstand. Berlin 1914. S. 95.

² Singer: in „Kapitalbildung und Besteuerung in Deutschland“. Schriften des Vereins für Sozialpolitik Bd. 174 IV. Leipzig 1929. S. 1—38.

³ Welter: „Die deutsche Kapitalbildung“, Wirtschaftskurve 1928, S. 301 ff.

⁴ Kapitalbildung und Steuersystem, Veröffentlichung der Friedrich-List-Gesellschaft, Berlin 1930. Band 1, S. 372.

betrage. Von den 3 Milld. RM Gesamtgewinn verbleiben nach Abzug dieser $1\frac{1}{2}$ Milld. RM und der rund 835 Mill. RM Steuern und Tantiemen knapp 700 Mill. RM als zurückbehaltener Gewinn der Erwerbsgesellschaften. Zu diesem Betrag sind natürlich die zur Selbstfinanzierung verwandten Gewinne der Personalunternehmen und gewisser öffentlicher Betriebe hinzuzurechnen, die auf 700—800 Mill. RM geschätzt werden. Dann ergibt sich als Summe der zur Selbstfinanzierung zurückgehaltenen Gewinne ein Betrag von $1\frac{1}{2}$ Milld. RM.

Ich halte diesen Betrag für zu niedrig. Es ist zu bedenken, daß der von der Körperschaftssteueranlage erfaßte Gewinn wahrscheinlich nur die unterste Grenze der wirklichen Gewinne darstellt. Bei einer Minderausweisung von 10% würden rund 300 Mill. RM stille Reserven mehr gebildet sein. Der Zuwachs an offenen Reserven beträgt nach der Bilanzstatistik für 2230 A.-G. mit 16,0 Mill. RM Aktienkapital ca. 280,0 Mill. RM im Jahre 1928. Dieser Zuwachs bezieht sich aber nur auf ca. 1,80% des gesamten Aktienkapitals. Eine diesem Verhältnis entsprechende Erhöhung des Betrages von RM 280 um 10% würde für alle A.-G. einen Zuwachs allein an offenen Reserven von rund 300 Mill. RM bedeuten. Die Reservebildung für alle Erwerbsgesellschaften — also offene und stille Reserven zusammen — dürfte auf mindesten 1 Milld. RM zu schätzen sein, das sind 300 Mill. RM mehr als das „M. d. W.“ annimmt, sodaß insgesamt für das Jahr 1928 eine Schätzung von fast 2 Milld. RM herauskommt.

5. Selbstfinanzierung und Steuer.

Endlich — doch nicht an letzter Stelle — spielt die Besteuerung in die Fragen der Selbstfinanzierung hinein. Man ist zunächst geneigt, anzunehmen und auszusprechen, daß die hohen Steuerlasten, die auf der deutschen Wirtschaft ruhen, die Selbstfinanzierung behindern. Auf den ersten Blick muß es so scheinen, als ob die Beträge, die als Steuern abgeführt werden, eben für die Selbstfinanzierung weniger zur Verfügung stehen. Es ist aber zu beachten, daß es auch möglich ist, die Steuern als Kosten in die Preise einzukalkulieren, so daß der übrigbleibende Gewinn eben der Gewinn ist, mit dem man gerechnet hat. Natürlich hängt die Überwälzung der Steuern auf die Preise von der Marktgestaltung ab: ob diese Preise in dem gewünschten Ausmaß von den Käufern bewilligt werden. Das ist für die einzelnen Güter und für die einzelne Unternehmung je nach ihrer Stellung auf dem Markte verschieden. So sicher es ist, daß es hier und dort gelingt, die Steuern merklich abzuwälzen, ebenso sicher ist es, daß dies der großen Masse der Unternehmungen nicht oder nicht in vollem Maße gelingt oder gelingen kann, weil eben auch die Kaufkraft bei der großen Masse der Käufer durch die gleich hohe Besteuerung beschnitten wird. Im übrigen

empfindet es jeder Betrieb als drückend, wenn er von seinem Gewinn — ob mit oder ohne Überschätzung — bis zu 60% (wenn man die verschiedenen Steuern zusammenrechnet) an den Fiskus abgeben muß. Schließlich sind 60% immer mehr als das, was dem Betrieb für eine mögliche Selbstfinanzierung verbleibt, insbesondere, wenn man daran denkt, daß nicht immer der Reingewinn des Betriebes, sondern — bei den Personalgesellschaften — das Einkommen der Inhaber versteuert wird. So gesehen, sind nicht nur die Klagen über die hohe Besteuerung und die Behinderung der „Eigenkapitalbildung“ berechtigt, sondern auch das Bestreben der Unternehmer wird verständlich, die Gewinnberechnung in der Bilanz mit der kaufmännischen Vorsicht vorzunehmen, die sich gerade noch mit ihrem Steuergewissen vereinbaren läßt.

Nach dem Körperschaftsgesetz werden die Gewinne der Aktiengesellschaften, Gewerkschaften und GmbHs. mit einem ersten Satz von 20% besteuert. Wenn auch die ausgeschütteten Gewinne noch einmal bei den Empfängern versteuert werden, so bleibt doch, daß — vom Betriebe aus gesehen — auf dem Gewinn nur die feste Last von 20% ruht, während bei den Personalunternehmungen der gesamte, rechnungsmäßig festgestellte Gewinn mit von 10 bis 40% steigenden Sätzen als Einkommen versteuert wird. Diese unterschiedliche Besteuerung bildet für die der Körperschaftssteuer unterliegenden Gesellschaften den Anreiz, in der Ausschüttung der Gewinne zurückzuhalten, indem sie ihre Aktionäre darauf verweisen, daß ihnen die zurückbehaltenen Gewinne nicht verlorengehen. Je weniger Personen an der Ausschüttung beteiligt sind, um so mehr wirkt die Körperschaftssteuer auf die Selbstfinanzierung ein: um Steuern zu sparen, werden die Mittel im Betriebe gelassen. So sehen wir denn, daß bei Familienaktiengesellschaften nur soviel an die „Aktionäre“ ausgeschüttet wird, als diese etwa zum Lebensunterhalt benötigen, während der Rest nach Abzug von 20% Körperschaftssteuer im Betriebe verbleibt. Bei der Fried. Krupp A.-G. ist nach der Goldmarkumstellung eine Dividende überhaupt nicht ausgezahlt worden. Wenn Familienaktiengesellschaften neues Kapital benötigen, so können sie die Aktienkapitalerhöhung durch die Ausgabe von Obligationen umgehen, die dazu den Vorteil hat, daß die Zinsen, die die Aktiengesellschaft an die Obligationäre, vielleicht an dieselben Familienmitglieder, zahlt, bei der Aktiengesellschaft als Kosten behandelt werden, also hier der Steuer nicht unterliegen. Diese „Steuerkalkulation“ läßt unter bestimmten Umständen die Umwandlung von Personalgesellschaften in die Aktiengesellschaftsform rentabel erscheinen: wenn man die Absicht hat, auf die Ausschüttung der Gewinne zu verzichten, also Selbstfinanzierung zu treiben.

Anderseits löst die unterschiedliche Besteuerung — mit diesen Folgen — die Frage aus, ob es sich nicht empfehlen dürfte, auch den

Personalunternehmungen den Vorteil der festen 20%igen Besteuerung zukommen zu lassen. Die Vorschläge gehen dahin, die an die Teilhaber gezahlten Beträge weiter von der Einkommensteuer zu erfassen, während die nicht ausgeschütteten Gewinne als Reserven dem Satz der Körperschaftssteuer unterliegen sollen. Abgesehen von dem Ausfall an Steuererträgen, der bei einer solchen Regelung eintreten würde, sowie abgesehen von der Schwierigkeit, die Grenze zwischen Auszahlung und Rückstellung immer richtig zu finden, würde diese Regelung eine verstärkte Tendenz zur Selbstfinanzierung ausüben. Es fragt sich aber, ob angesichts der gegenwärtigen Verhältnisse (Verengung des Kapitalmarktes, Aufblähung der Betriebe, Kapitalfehlleitungen) die Entwicklung zur Selbstfinanzierung von der steuerlichen Seite aus noch gefördert werden soll. Dasselbe gilt von den weitergehenden Vorschlägen, bestimmte Teile der nicht ausgeschütteten Gewinne mit einem niedrigeren Satz als 20% zu besteuern oder gar von jeglicher Steuer frei zu lassen — vorzugsweise Besteuerung der Reserven —: eine Begünstigung der Selbstfinanzierung in erster Linie bei den Unternehmungen, die sich bereits außerhalb des allgemeinen Kapitalmangels gestellt haben. Demgegenüber bedeutet der andere Vorschlag — um die Kapitalbildung im Ganzen zu fördern — allgemein eine Ermäßigung der Steuersätze für die für die Kapitalbildung in erster Linie in Betracht kommenden Einkommensschichten von 8000—50 000 RM eintreten zu lassen, nicht nur eine größere Steuergerechtigkeit, sondern auch die Möglichkeit, daß wieder mehr Ersparnisse als Kapital dem allgemeinen Geld- und Kapitalmarkt zur Verfügung gestellt werden können.

VI. Das Ergebnis.

Bei der Selbstfinanzierung der Unternehmungen handelt es sich um die Zurückbehaltung und Verwendung von Gewinnen oder Gewinnteilen für die Zwecke des Betriebs. Selbstfinanzierung heißt Kapitalbildung aus den Gewinnen. Sie bildet einen Teil der volkswirtschaftlichen Kapitalbildung, von hier aus auch die innere Kapitalbildung der Unternehmungen genannt. Doch ist bei dieser Auslegung des Wortes: Selbstfinanzierung zu beachten, daß man lediglich die geldliche Seite des Vorganges (und nicht etwa die Sachgüterseite) im Auge hat. Das, was finanziert wird: die Gebäude, Maschinen, Kundenkredite, Warenvorräte usw., gehört nicht mehr zum Begriff der Selbstfinanzierung. Deshalb ist es auch erforderlich, sich die Größe und die Ausdehnung der Selbstfinanzierung unter Zugrundelegung der Bilanz als einer Geldkapitalberechnung vorzustellen. Das heißt: daß die späteren Aufwendungen — Mehr oder Weniger — nicht eine Angelegenheit der Gewinnrechnung, sondern

der Gewinnverwendung sind, also unter den Begriff: Selbstfinanzierung in diesem Sinne fallen.

Die Selbstfinanzierung ist ein altes Mittel der Unternehmungen, sich für den Ausbau ihres Betriebes Kapital zu beschaffen. Dieses Mittel hat unter den veränderten Verhältnissen der Nachkriegszeit ein anderes Gesicht bekommen: Insbesondere die Umgestaltungen und Verhältnisse am Geld- und Kapitalmarkt haben es den Unternehmungen, die davon Gebrauch machen können, nahegelegt, sich seiner in starkem Maße zu bedienen. Die veränderten Umstände des Kapitalmarktes sind es aber zugleich auch, die die Bedenken gegen diese Art von Selbsthilfe schärfer hervortreten lassen: die Verteilung des beschränkt verfügbaren Kapitals vollzieht sich jetzt unter Störungserscheinungen. Wesentlich ist endlich, daß die Selbstfinanzierung nicht mehr wie früher allen oder doch dem größten Teil der Unternehmungen möglich ist, sondern nur noch einigen von ihnen, deren Verhalten um so leichter die Aufmerksamkeit auf sich zieht. Weil eine verhältnismäßig kleinere Zahl von Unternehmungen in verhältnismäßig größerem Maße unter veränderten Verhältnissen der Wirtschaft im ganzen von der Selbstfinanzierung Gebrauch machen, deshalb erheischt die Selbstfinanzierung auch vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus größere Beachtung.

Es ist aber wohl etwas zu viel gesagt, wenn Röpke meint, „daß es sich bereits bei dem heutigen Umfang der Selbstfinanzierung um eine Entartungserscheinung handelt, die mit einer Entartung des Aktienwesens und mit der Ausbreitung der Sphäre der monopolistischen Preisbildung in engstem Zusammenhang steht“. Es ist mit Sicherheit anzunehmen, daß mit einer Änderung der Kapitalmarktlage im Ganzen zugleich eine Rückbildung der Selbstfinanzierung bei diesem und jenem Unternehmen eintreten wird und sich dadurch auch die Rückwirkungen auf die Volkswirtschaft verringern werden. Dagegen wird die Zahl derjenigen Unternehmungen, die von der Selbstfinanzierung Gebrauch machen, in Zukunft noch weiter zunehmen, m. a. W., die Selbstfinanzierung wird mehr in die Breite gehen und ‚als Ganzes gesehen‘ eher zu- als abnehmen. Übrigens läßt sich diese Entwicklungsrichtung in anderen Ländern — England, Amerika — gleichfalls erkennen. Deshalb darf auch der Vorschlag, die Selbstfinanzierung mehr als bisher in der Bilanz ersichtlich zu machen, nicht als eine Gelegenheitsmaßnahme angesehen werden, sondern als ein Mittel, die noch für lange Zeit überaus mächtige Kapitalverteilung stärker im Lichte der Öffentlichkeit vor sich gehen zu lassen.

VII. Die Selbstfinanzierung im Zeichen des Konjunkturrückganges.

Der Konjunkturrückgang hat die Erträgnisse der deutschen Unternehmungen im Jahre 1930 stark geschmälert. Die Rückwirkungen auf den Gewinn sind nicht ausgeblieben: überall ist der Reingewinn zurückgegangen, sind die Dividenden mehr oder weniger gekürzt worden. Eine Selbstfinanzierung hat wohl nur noch in wenigen Fällen stattgefunden, im Gegenteil: die Aufrechterhaltung einer „angemessenen“ Dividende wird nicht ohne Beeinflussung des Jahresgewinnes auf Grund früherer Rückstellungen möglich gewesen sein. Das Ergebnis dürfte dann sein, daß von den selbstfinanzierten Mitteln, die schon zu Kapital geworden waren, Teile sozusagen in Gewinne (für das Jahr 1930) zurückverwandelt worden sind, die Selbstfinanzierung also keine Fortschritte gemacht, sondern der bisherige Umfang eine Einbuße erfahren hat. Wie ist das möglich? Nicht jeder Unternehmer wird an eine solche Entwicklung gedacht haben, vor allem immer die bilanzmäßigen Rückwirkungen richtig zu übersehen vermögen.

Wenn in den voraufgegangenen, gewinnreichen Jahren der Bilanzgewinn in der Weise verkleinert worden ist, daß die Warenvorräte entsprechend unterbewertet, also stille Reserven gelegt worden sind, dann kann der infolge des Preisrückganges eingetretene Verlust auf Waren hierdurch ganz oder zum Teil kompensiert worden sein. Ein Beispiel mag das erläutern: in der Bilanz des Vorjahres (1929) sind die Warenvorräte, die noch einen Tagespreis von 115 gehabt haben mögen und zu 100 angeschafft oder hergestellt worden sind, mit nur 75 bewertet worden. Ende 1930 soll der Tageswert der Waren (statt 115) nur noch 85 sein. Dann ergibt sich — rechnerisch — immer noch ein Bilanzgewinn von 10, obwohl in Wirklichkeit ein Verlust von 15 (100—85) eingetreten ist. Man sieht, wie mit Hilfe der stillen Reserven (Unterbewertung) der Bilanzgewinn verschleiert wird, und ferner, daß bei den Veräußerungsgegenständen, wie Waren oder Effekten, die stillen Reserven ausgekehrt werden, wenn erstere ihrem Zwecke zugeführt, also veräußert worden sind. Etwas anderes ist es mit den Beständen, die noch nicht veräußert worden sind und noch eine Unterbewertung (aus der vorjährigen Bilanz) aufweisen: bei ihnen ist es möglich, durch Hinaufbewertung bis zu dem Tagespreis — in obigem Beispiel von 75 auf 85 (bei 100 Anschaffungspreis) — den bilanzmäßigen Gewinn um 10 zu erhöhen, obwohl — wie gesagt — in Wirklichkeit ein Verlust von 15 (100—85) eingetreten ist. Von dieser Möglichkeit werden jedoch weniger die Waren als die Effekten betroffen, die — insbesondere bei Banken — nicht zum schnellen Umsatz bestimmt sind. In ähnlicher Weise können durch Delkredere-Abschreibungen unterbewertete Debitoren, durch Rück-

stellungen überbewertete Steuerschulden oder für besondere Zwecke gebildete und noch nicht in Anspruch genommene stille Reserven für die Gewinnkorrektur verwendet werden. Natürlich zunächst alles sozusagen hinter der Bilanz und für die Öffentlichkeit nur erkennbar durch ein paar allgemeine Bemerkungen im Geschäftsbericht: „daß wir infolge der vorsichtigen Bewertung in der Lage sind, auch in diesem Jahre eine angemessene Dividende zu verteilen“.

Abgesehen von dem Vorwurf, daß auf diese Weise die Öffentlichkeit über die wahren Vorgänge nicht richtig informiert wird, liegt in dieser „Bilanzierung“ doch ein betriebswirtschaftlich richtiger Kern, der sich auch „theoretisch“ begründen läßt. Wenn nämlich von Vertretern der Theorie behauptet wird, daß der durch einen allgemeinen Preisrückgang eingetretene Verlust auf Waren- (und Effekten-)Konto nicht als eigentlicher Betriebsverlust anzusprechen sei, sondern eine Vermögenswertänderung darstelle und daher auch nicht den Jahresgewinn beeinflussen dürfe, so ist diesem Gesichtspunkt in der Praxis hauptsächlich mit Hilfe der stillen Reserven Rechnung getragen worden, und zwar dadurch, daß bei der Aufwärtsbewegung der Preise der Bilanzgewinn durch Legung von stillen Reserven (70 statt 100) verkürzt worden ist und daß nach dem Preisrückgang der Verlust eben nicht als Verlust in die Erscheinung getreten ist. Allerdings hat dem Kaufmann nicht immer diese „Theorie“ vorgeschwebt, vielmehr hat er nach kaufmännischer Vorsicht, vielfach auch unter dem Druck außerbetrieblicher Umstände gehandelt (Furcht vor der Öffentlichkeit, vor der Steuer, vor der Ausschüttung von baren Mitteln, vor zu hoher Dividende). Natürlich entsteht bei solchen Überlegungen die Gefahr, daß schließlich der Umfang der stillen Reserven von dem Druck bestimmt wird, der von diesen außerbetrieblichen Umständen ausgeht, also mehr oder weniger der Willkür unterworfen ist. Deshalb ist auch dem Kaufmann die Kenntnis der Theorie: der Unterscheidung von Betriebsgewinnen und Vermögenswertänderungen zu empfehlen, doch ohne die Forderung, sein Rechnungswesen nach dieser Theorie ziffernmäßig umzugestalten. Vor allem müßte er diese Zusammenhänge nicht nur bei der Preissteigerung (Beeinflussung des Gewinnes nach unten), sondern auch bei der Preissenkung berücksichtigen, die jetzt eingetreten ist und besagt, daß die eingetretenen Preisrückgänge nicht als Verluste, sondern eben als Vermögenswertänderungen zu betrachten sind (was für die Steuereinnahmen erhebliche Rückwirkungen haben würde). Aber vielleicht wird er sagen: Verluste sind Verluste, einerlei ob sie nur als Minderung des Gewinnes (auf dem Gewinn- und Verlustkonto) oder als Wertänderung am Vermögen (auf dem Kapitalkonto oder neben dem Kapitalkonto) erscheinen. Er wird dies besonders denken, wenn er seine Warengeschäfte mit Fremdkapital finanziert hat, das er unbekümmert darum, ob er die Verluste so oder so verbucht hat,

in voller Nominalhöhe zurückzahlen muß. Auch das wird ein schwacher Trost sein, daß man ihm sagt, daß der Verlust eben nicht an den Waren entstanden sei, die sich in ihrem Wert nur den allgemeinen Geldwertänderungen angepaßt hätten, sondern daß bei Geldwertsteigerung — Preisenkung — der Verlust vom Fremdkapital herrühre, dessen Benutzung bei sinkenden Preisen eine Fehlspekulation gewesen sei.

Äußerlich etwas anders stellen sich die Vorgänge dar, wenn die aus früheren Perioden zurückgehaltenen Gewinne bei den Anlagewerten (Grundstücken, Gebäuden, Maschinen, Beteiligungen) untergebracht worden sind, sei es, daß die Abschreibungen übermäßig hoch angesetzt oder Neuanschaffungen unmittelbar dem Gewinn- und Verlustkonto belastet, also als Kosten des laufenden Jahres berechnet worden sind. Zunächst ergibt sich hier der Unterschied, daß die für die Erstellung von Anlagen verwendeten (investierten) Mittel grundsätzlich einer anderweitigen Verfügung entzogen sind, es sei denn, daß die Anlagen oder ein Teil derselben, — weil nicht mehr gebraucht — veräußert werden. Dann können die einkommenden Mittel für andere Zwecke (z. B. Dividendenzahlung) verwendet werden. Da dies aber nicht als Regel anzusehen ist, wenn auch in der Gegenwart allerdings vielfach die Not oder eine richtige betriebswirtschaftliche Überlegung zur Abstoßung unrentabler Anlagen drängen, so sind es vor allem die Abschreibungen, die für die Gewinn- und Verlustrechnung bei rückgängiger Konjunktur und sinkenden Preisen eine wichtige Rolle spielen.

Wichtig ist, daß mit Rücksicht auf die vorher stark erhöhten Abschreibungen jetzt die Abschreibungsquoten ermäßigt werden können bzw. für die nicht als Zugänge behandelten Anlagen überhaupt keine Abschreibungen in der Bilanz zu verrechnen sind. Hierdurch kann die Gewinn- und Verlustrechnung in weitgehender Weise beeinflußt werden: infolge geringerer Abschreibungen ergibt sich jetzt eine Verringerung des Verlustes, der entstanden wäre, wenn im Vorjahre die Abschreibungen und die Verbuchung (und Bilanzierung) der Anlagen in ordnungsmäßiger Weise erfolgt und jetzt entsprechend höhere Abschreibungen notwendig wären. Auf diese Weise kann sogar erreicht werden, daß die auf dem Wege der Selbstfinanzierung entstandenen Erweiterungen rechnerische Überschüsse erbringen, obwohl sie kostenmäßig gesehen mit Verlust arbeiten. So ergibt sich auch hier wieder eine Verschleierung und eine Verzerrung der (veröffentlichten!) Gewinn- und Verlustrechnungen, die von außen her keinerlei Rückschlüsse mehr auf die wirkliche Lage der Unternehmungen zulassen. Würde man aber die theoretisch geforderte Unterscheidung von Vermögenswertänderungen und Betriebsgewinnen und -verlusten machen, so wäre im Grunde das Ergebnis dasselbe nach dieser Theorie würden die gesunkenen Wiederbeschaffungspreise (auch der in vollem Umfange bilanzierten Anlagen) geringere Abschrei-

bungsquoten (für die Gewinn- und Verlustrechnung) ergeben, während die Wertverminderung der Anlagen am Kapitalkonto abzuschreiben wäre. Doch ist hierbei wieder zu berücksichtigen, wie die tatsächlich in Verkaufserlösen hereingekommenen Abschreibungsbeträge im Betrieb verwendet worden sind, ob z. B. als Kassenbestände, die bei Preissenkungen an Kaufkraft gewinnen, oder zum Ankauf von Waren oder Erneuerung von Anlagen, die erneute Wertminderung erfahren haben.

Wie an anderer Stelle betont, bin ich Anhänger der Meinung, daß die Bilanz eine Geldkapitalrechnung darstellt, die das nominal aufgewendete und nominal zurückerhaltene Geldkapital zu verrechnen hat. Natürlich muß der Kaufmann wissen, was hinter der Nominalkapitalsumme steckt, die er auf der einen Seite am Anfang der Jahresrechnung in die Bilanz einsetzt und die er am Schluß der Jahresrechnung auf der anderen Seite erhält, mit anderen Worten: der Kaufmann muß wissen, was der Gewinn oder der Verlust, der sich aus der Bilanz ergibt, in Wirklichkeit (d. h. an der Kaufkraft des Geldes gemessen) bedeutet. Den Schwierigkeiten der Übertragung der Geldwertschwankungen auf die Bilanzrechnung entgeht der Kaufmann durch das Mittel, den bilanzmäßigen Gewinn durch die Bildung von Reserven (offenen oder meist stillen) entsprechend zu formen. Praktisch ist dieses Mittel geeignet, die Stöße, die Konjunktur- und Preisschwankungen auf das Gewinn- und Verlustkonto ausüben, zu mildern und von hier aus auch wieder mildernd auf den Konjunkturverlauf zurückzuwirken. Doch muß auch für den, der in der Bilanz eine Geldkapitalrechnung sieht, die Forderung gelten, daß die Bildung von stillen Reserven, wenn man ihre Zulässigkeit anerkennen will, im Rahmen vernünftiger betriebswirtschaftlicher Überlegungen bleibt. Dann wird es dem Kaufmann auch leichter möglich sein, jetzt — in Zeiten rückläufiger Preise — die Aufstellung seiner Bilanz vorzunehmen und daraus die richtigen Konsequenzen zu ziehen.