

**Investitions- und Finanzierungsverhalten
Multinationaler Unternehmen**

Holger Zemanek

November 2004

Nr. 197

**Diskussionspapiere stehen in der alleinigen Verantwortung des jeweiligen Autors.
Die darin vertretenen Auffassungen stellen keine Meinungsäußerung des IWH dar.**

Diskussionspapiere
Discussion Papers

Autor: Holger Zemanek

Der Autor hat in der Abteilung Konjunktur und Wachstum ein
Praktikum absolviert.

Diskussionspapiere stehen in der alleinigen Verantwortung des jeweiligen Autors. Die
darin vertretenen Auffassungen stellen keine Meinungsäußerung des IWH dar.

Anregungen und kritische Bemerkungen zu den dargestellten Untersuchungsergebnissen
sind jederzeit willkommen und erwünscht.

Herausgeber:

INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG HALLE (IWH)

Postanschrift: Postfach 11 03 61, 06017 Halle (Saale)

Hausanschrift: Kleine Märkerstraße 8, 06108 Halle (Saale)

Telefon: (03 45) 77 53-60

Telefax: (03 45) 77 53-8 20

Internet: <http://www.iwh-halle.de>

A Einleitung

Seit einigen Jahren können internationale Handels- und Kapitalströme den beobachteten internationalen Konjunkturverbund – insbesondere zwischen den USA und Europa – nicht mehr hinreichend erklären. So hat sich beispielsweise der in den 1970er und 1980er Jahren bestehende enge Konjunkturzusammenhang zwischen Italien, Frankreich sowie Deutschland auf der einen und den USA auf der anderen in den 1990er Jahren aufgelöst, obwohl sich die Handelsverflechtungen zwischen diesen Ländern keinesfalls verringerten (Heinemann, Meitner, 2003). Zugleich ist für die meisten großen Industrieländer eine Abnahme der Volatilitäten im Konjunkturzyklus zu konstatieren (Stock, Watson, 2002).

Vor diesem Hintergrund stellt sich die grundsätzliche Frage, über welche Kanäle die Konjunkturübertragung stattfindet und welche Faktoren eine Erklärung für die genannten Fakten bieten. In dieser Diskussion wird vermehrt auf multinationale Unternehmen (MNC) mit Produktionsstätten in verschiedenen Ländern hingewiesen (SVR, 2001), deren Bedeutung für die internationale Arbeitsteilung in jüngerer Vergangenheit zugenommen hat. So lagen die Umsätze ausländischer Tochterunternehmen im Jahr 2000 bei 49 Prozent des Welt-BIP im Gegensatz zu 26 Prozent in 1990 (Heinemann, Meitner, 2003). Die weltweiten Direktinvestitionsbestände nahmen zwischen 1990 und 2000 um rund 13 Prozent jährlich zu; mithin fließen ca. 27 Prozent aller Direktinvestitionen zwischen den USA und den EU 15 Länder. Im Jahr 2001 erzielten US-amerikanische Tochterunternehmen rund 46 Prozent ihrer Umsatzerlöse in Europa; dem gegenüber wurden vom Umsatz ausländischer Tochterunternehmen in den USA 53 Prozent von denen mit Europäischen Muttergesellschaften erwirtschaftet.¹

Diese Entwicklungen legen nahe, dass multinationale Unternehmen auch maßgeblich Einfluss auf die grenzüberschreitende Übertragung von konjunkturellen Schwankungen und makroökonomischen Störungen nehmen. Von besonderem Interesse ist hierbei ihr Investitionsverhalten. So konstatiert die Deutsche Bundesbank (2003): „[...] Konjunkturschwankungen, die sich in der Ertragslage der im Ausland ansässigen deutschen Tochterunternehmen niederschlagen, [werden] über den finanziellen Verbund auch rasch auf die Gesamtkonzerne übertragen und beeinflussen nicht nur die Investitionstätigkeit vor Ort, sondern möglicherweise auch die Investitionen im Sitzland des Mutterunternehmens“.

¹ Berechnung auf Basis von Angaben des U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

Unklar hierbei ist jedoch, über welche Mechanismen diese Übertragung stattfindet und vor allem in welcher Richtung. Folgenden Effekten muss nämlich grundsätzlich Rechnung getragen werden (Dietrich, 2004). Zum einen wird die Zentrale eines multinationalen Unternehmens bemüht sein, ihre knappen Mittel in die jeweils produktivste Verwendung zu leiten; Unternehmensteile, die unter einem konjunkturellen Abschwung im eigenen Land leiden, erhalten weniger Mittel von der Zentrale, welche diese statt dessen nicht unmittelbar betroffenen Niederlassungen zur Verfügung stellt. Diese Reallokation schwächt folglich einen potenziell gleichgerichteten internationalen Konjunkturzusammenhang ab.

Zweitens verschlechtern sich die Finanzierungsmöglichkeiten des Gesamtunternehmens, da insgesamt weniger interne Finanzierungsmittel zur Verfügung stehen, sofern es der Zentrale nicht gelingt, durch eine Reallokation der vorhandenen Ressourcen die Ertragslage des Gesamtunternehmens zu stabilisieren. Zusätzlich können sich auch die externen Finanzierungsmöglichkeiten verschlechtern, beispielsweise als Folge einer konjunkturbedingten Entwertung von Kreditsicherheiten. Konsequenz ist eine Rückführung der Gesamtinvestitionstätigkeit, wodurch ein gleichgerichteter Konjunkturzusammenhang verstärkt wird.

Schließlich sind gerade multinationale Unternehmen in der Lage, durch Diversifikation länderspezifischer Störungen den Einfluss dieser auf die Gesamtinvestitionstätigkeit zu glätten, da die Volatilität der internen Finanzmittel schwächer ist als bei Unternehmen, die nur in einem Land operieren. Somit können multinationale Unternehmen zur geringeren Volatilität von Outputschwankungen beigetragen haben (San Vicente Portes, 2004).

Zum besseren Verständnis des Investitions- und Finanzierungsverhaltens multinationaler Unternehmen und deren Bedeutung für die internationale Konjunkturtransmission kann auf die Theorie der internen Kapitalmärkte (ICM) zurückgegriffen werden (Desai, Foley, Hines, 2003; Dietrich, 2004). Die Notwendigkeit interner Kapitalmärkte wird grundsätzlich mit imperfekten externen Kapitalmärkten begründet, beispielsweise aufgrund von Informationsasymmetrien zu Lasten des Gläubigers oder aufgrund von Problemen der Vertragsdurchsetzung.² Die Zentrale eines multidivisionalen Unternehmens ist dagegen mit besonderen Befugnissen (Herrschaftsrechten) ausgestattet, welche sie weniger anfällig gegenüber diesen Friktionen macht. Zugleich können diese besonderen Rechte aber ihrerseits neue Probleme generieren, wenn es für die Unternehmenszentrale darum geht, ex-

² Siehe Gertner, Scharfstein, Stein (1994), Stein (1997), Scharfstein, Stein (2000), Laux (2001), Inderst, Müller (2003).

terne Mittel für sich selbst oder eine ihrer Divisionen aufzunehmen (Brusco & Panunzi, 2002; Inderst & Müller, 2003).

Das vorliegende Arbeitspapier möchte einen Beitrag leisten, das Investitions- und Finanzierungsverhalten multinationaler Unternehmen auszuleuchten. Hierzu werden auf der Grundlage der *Surveys of Current Business*, die vom *Bureau of Economic Analysis* (BEA) erhoben werden, sowie anhand von Zahlungsbilanzdaten einige stilisierte Fakten dargestellt, wobei der Fokus auf den wechselseitigen Beziehungen zwischen EU15 und USA liegt. Hierzu werden im Abschnitt B die zugrundeliegenden Konzepte der Statistik erläutert. Der Abschnitt C stellt einige Besonderheiten beim Investitions- und Finanzierungsverhalten anhand deskriptiver Statistiken heraus. Abschnitt D schließt den Beitrag mit einem kurzen Ausblick ab.

B Vorbemerkungen und Konzepte

Daten

Alle verwendeten Informationen stammen aus Publikationen des U.S. Department of Commerce, *Bureau of Economic Analysis* (BEA). Das BEA ist im offiziellen US-amerikanischen Statistiksistem für Wirtschafts- und Handelsstatistik zuständig und veröffentlicht die detailliertesten Zahlenwerke zu dieser Thematik. Diese stammen sowohl aus Auswertungen von Zahlungsbilanzen als auch von eigenen Erhebungen des BEA. Letztere, die sogenannten *Financial and Operating Data*, werden im Rahmen des *Survey of Current Business* in unregelmäßigen Abständen veröffentlicht. Sie bieten detaillierte Angaben zu den ausländischen Direktinvestitionen in den USA, *foreign direct investment in the U.S.*, (FDIUS) sowie zu den US-amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland, *US-american direct investment abroad*, (USDIA). Das BEA definiert hierbei eine Beteiligung an einem ausländischen Unternehmen (wie auch der IWF) als ausländische Direktinvestitionen, wenn zehn Prozent oder mehr an stimmberechtigten Anteilen eines Unternehmens vom ausländischen Investor gehalten werden.

Financial and Operating Data beinhalten aggregierte Angaben über Unternehmen, wie Bilanzsummen, Gewinn, Umsatz, Vermögen, Steuern und Beschäftigungszahlen, zum Ende eines Fiskaljahres. Die Erhebung der *Financial and Operating Data* erfolgt in der Regel aller fünf Jahre (*Benchmark Surveys*). Alle U.S. Muttergesellschaften und deren ausländische Tochterunternehmen mit mehr als US\$ 7 Millionen Gesamtvermögen, Umsatz oder Gewinn/Verlust werden für eine USDIA Erhebung berücksichtigt. So wurden beim letzten USDIA *Benchmark Survey* 1999 rund 2500 US-Mutterunternehmen und deren fast 24.000 ausländische Tochterunternehmen erfasst; gemessen am Gesamtvermögen

gingen 99,6 Prozent aller ausländischen Tochterunternehmen in die Befragung ein. In den Jahren zwischen den *Benchmark Surveys* werden Stichproben erhoben und die Gesamtwerte aufgrund des letzten *Benchmark Surveys* geschätzt. Eine Berichtigung der Schätzungen erfolgt nach Auswertung des folgenden *Benchmark Surveys*.

In gleicher Weise werden die Zahlen für ausländischer Direktinvestitionen in den USA (FDIUS) gewonnen. Über 10.000 Töchter ausländischer Mutterunternehmen wurden bei der letzten veröffentlichten Erhebung 1997 befragt, wobei die erfassten Unternehmen ein Gesamtvermögen, Umsatz oder Gewinn/Verlust von mindestens US\$ 3 Millionen aufweisen sollten. Gemessen am Gesamtvermögen, wurden dadurch fast 100 Prozent der relevanten Unternehmen statistisch erfasst.

Im Gegensatz zu den *Financial and Operating Data* bilden die *Balance of Payments Data* die Kapitalflüsse zwischen Muttergesellschaft und ihrer ausländischen Tochtergesellschaften innerhalb eines Jahres ab (und vice versa). Von besonderem Interesse sind hierbei die unternehmensinternen Verbindlichkeiten (*intercompany debt flows*) und investierten Gewinne (*reinvested earnings*).

Konzepte der Unternehmensverflechtungen

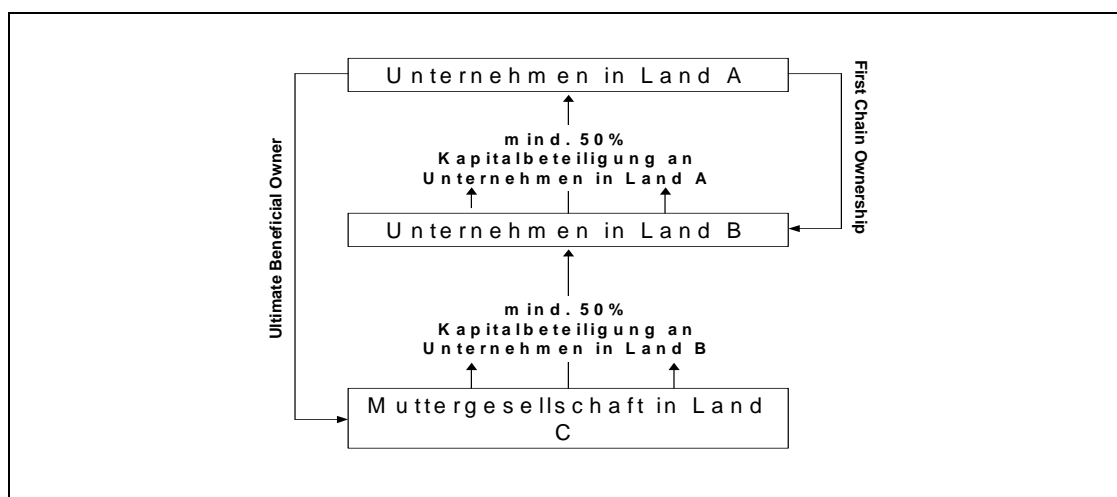
Die BEA kategorisiert die Informationen u. a. nach den Unternehmensverflechtungen: *Majority Owned Foreign Affiliate* (MOFA), *Ultimate Beneficial Owner* (UBO) und *First Chain Ownership*.

Das Konzept der *Majority Owned Foreign Affiliate* (MOFA) wird im Zusammenhang mit den Direktinvestitionen von US-amerikanischen Unternehmen im Ausland (USDIA) genutzt. Ein MOFA ist ein ausländisches Tochterunternehmen, deren stimmberechtigtes Kapital zu mehr als 50 Prozent in US-amerikanischer Hand liegt. Dabei können auch mehrere US-amerikanische Unternehmen Eigentümer sein. Im Jahre 1999 hielten MOFAs bei der Beschäftigung einen Anteil von 84 Prozent gemessen an der Beschäftigung aller ausländischer Tochterunternehmen US-amerikanischer MNCs. Vorteil dieser Konzeption ist die Betrachtung nur der Unternehmen, die eine signifikante Verflechtung zwischen den USA und der EU darstellen. Eine Transmission über deren interne Kapitalmärkte sollte, sofern es sie gibt, hier am ausgeprägtesten sein. Für diese Unternehmensteile könnte angenommen werden, dass die jeweilige Muttergesellschaft über hinreichende Kontrollrechte verfügt, die es ihr ermöglicht, funktionsfähige interne Kapitalmärkte zu etablieren.

In der BEA Statistik zu ausländischen Direktinvestitionen in die USA (FDIUS) wird größtenteils das Konzept des *Ultimate Beneficial Owner* (UBO) verwendet. Dieses Konzept stellt darauf ab, dass die Zuordnung von Direktinvestitionen in die USA zu dem Land zugerechnet werden soll, von welchem tatsächlich ein beherrschender Einfluss auf die amerikanische Tochter ausgeht. Wenn beispielsweise ein Unternehmen in Land B mehr als 50 Prozent des stimmberechtigten Kapitals eines US-amerikanischen (Land A) Unternehmens besitzt, jedoch selber zu mehr als 50 Prozent einer dritten Gesellschaft im Land C gehört (die ihrerseits von keinem weiteren Direktinvestor mit mehr als 50 Prozent des stimmberechtigten Kapitals gehalten wird), so werden die Angaben bezüglich des US-amerikanischen Unternehmens zum Land C zugeordnet. Man kann dies so interpretieren, dass die amerikanische Tochter damit dem Land zugeschrieben wird, in dem der „eigentliche“ Sitz der ausländischen MNC-Zentrale liegt.

Im Gegensatz dazu steht das Konzept der *First Chain Ownership*, bei dem im genannten Beispiel die Angaben des US-amerikanischen Unternehmens dem Land B zugerechnet werden (siehe Abb. 1). Dieses Konzept impliziert, dass ein Europäisches Unternehmen mit einer Direktinvestition in einem US-amerikanischen Unternehmen betrachtet wird, obwohl es selbst nur Tochterunternehmen einer US-amerikanischen MNC ist. Da dies unter Umständen die Kapitalströme innerhalb des MNC verzerrt, wird das UBO Konzept verwendet.³

Abbildung 1: Schematische Darstellung der Konzeptionen Ultimate Beneficial Owner – First Chain Ownership



³ Außer *intercompany debt flows* und *reinvested earnings*.

C Ergebnisse

Im Folgenden werden einige Regelmäßigkeiten beim Investitions- und Finanzierungsverhalten multinationaler Unternehmen aufgezeigt. Hierbei wird in die zwei Hauptkategorien USDIA und FDIUS (jeweils zwischen USA und EU 15) unterschieden. Beobachtungszeitraum ist 1983 bis 2001; für die Zeit von 1985 bis 1995 wurden die verfügbaren Zahlen der EU 12 mit denen von Österreich, Finnland und Schweden zusammengefasst, vor 1985 zusätzlich mit denen Spaniens und Portugals.

Zunächst unterstreichen die Angaben des BEA die zunehmende Bedeutung der MNCs. So stieg das Verhältnis aus den Umsatzerlösen Europäischer Tochterunternehmen in den USA zum US-amerikanischen BIP von rund 7,5 Prozent in 1983 auf fast 13 Prozent im Jahr 2000. Europäische Unternehmen konnten ab dem Jahr 2000 erstmals höhere Umsatzerlöse in den USA erzielen als US-amerikanische Unternehmen in Europa. Die jährlichen Zuwachsraten für Sachanlagen, Fremdkapital, Investitionen und Umsatz wiesen für FDIUS alle einen leicht höheren Durchschnitt aus.

Ein wichtiger Unterschied zwischen amerikanischen und Europäischen Unternehmen zeigt sich, wenn man die Volatilitäten der jährlichen prozentualen Änderungen betrachtet. So besitzen die FDIUS Unternehmen beim Gewinn eine Standardabweichung von rund 2500, dem gegenüber die USDIA Unternehmen nur rund 17. Auch für die Investitionen weißt FDIUS die zweifache Standardabweichung auf.

Bilanzdaten

Zu den Bilanzdaten gehören das Gesamtvermögen, Sachkapital, Eigenkapital und Fremdkapital der in den Surveys befragten Unternehmen. Die Werte des Gesamtvermögens (*total assets*) weisen für USDIA und FDIUS nur positive jährliche Steigerungen auf, mit nahezu identischer durchschnittlicher Rate von rund sieben Prozent. Auf beiden Seiten ist eine gleichgerichtete positive Entwicklung erkennbar, die eine zunehmende Bedeutung der MNCs hervorhebt.

Eigenkapital (*owners equity*), einschließlich einbehaltener Gewinne, und Fremdkapital bilden die Finanzierungsgrundlage der Unternehmen. Auffällig ist hierbei, dass die Töchter US-amerikanische Unternehmen in den EU 15 Ländern für den gesamten betrachteten Zeitraum eine höhere Eigenkapitalquote aufweisen als ihr europäisches Pendant in den USA. Der Unterschied lag während der neunziger Jahre bei rund zehn Prozentpunkten, stieg aber ab 1999 auf fünfzehn Prozentpunkte an. Dieser Anstieg resultiert aus einer Zunahme der Eigenkapitalquote der USDIA von durchschnittlich 30 Prozent in den 1990er Jahren auf 37 Prozent in 2001. Dagegen fiel die Eigenkapitalquote der FDIUS

von 33 Prozent in 1983 auf zuletzt durchschnittlich 21 Prozent. Dieser strukturelle Unterschied dürfte durch die Charakteristika der Finanzsysteme in Europa und den USA zu erklären sein.⁴ Das in den meisten Europäischen Ländern vorherrschende bankenorientierte Finanzsystem könnte den großen Anteil an Fremdkapital bei Europäischen MNCs (FDIUS) begründen, während das marktdominierte Finanzsystem in den USA – für welches Aktienemissionen allgemeiner Bestandteil der Kapitalbeschaffung sind – als Grund für die hohe Eigenkapitalquote der US-amerikanischen MNC in Betracht kommen könnte. Dann ist aber zu vermuten, dass es FDIUS-Unternehmen aufgrund der geringeren Eigenkapitalbasis vergleichsweise schwer haben, Ertragsschwankungen durch eine Kreditaufnahme vor Ort (also in den USA) zu kompensieren. Stattdessen sollten diese Unternehmen in besonderer Weise auf die Mittelzuweisungen durch ihre Europäische Zentrale angewiesen sein.

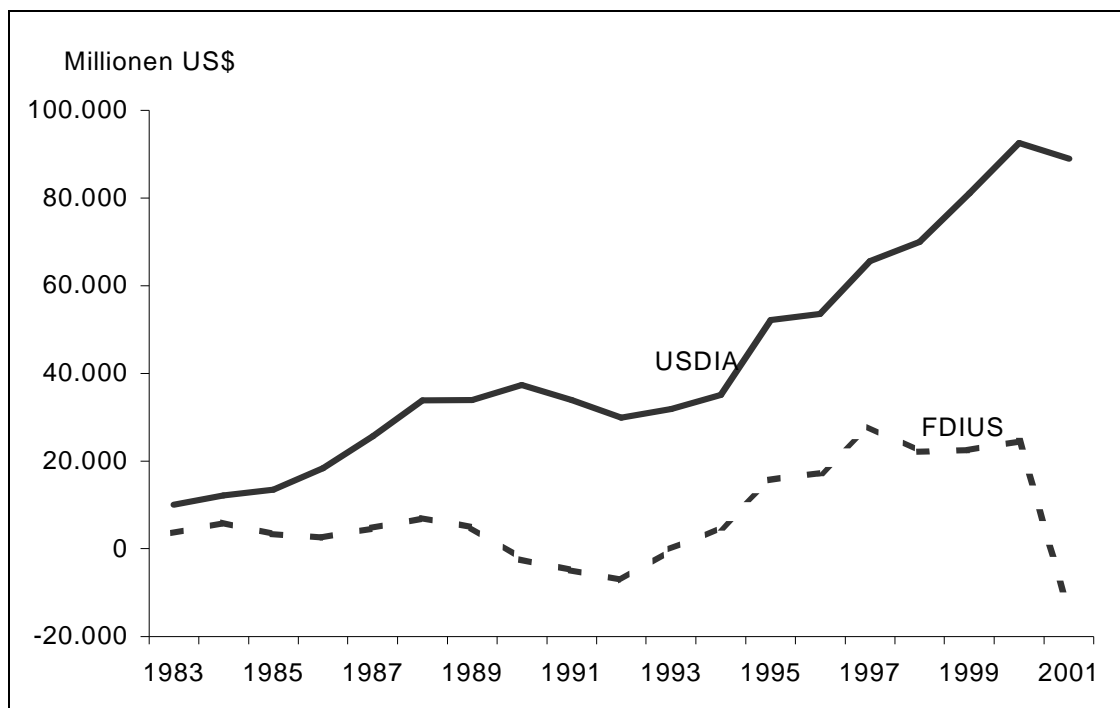
Erfolgsdaten

Umsatzerlöse, Kosten und Gewinne zählen zu den sogenannten Erfolgsdaten. Umsatzerlöse und Kosten von USDIA und FDIUS steigen jeweils im Zeitverlauf, FDIUS jedoch mit einer um rund 0,5 Prozentpunkte höheren jährlichen durchschnittlichen Veränderungsrate, wobei die Korrelation beider Veränderungsrate, Erlösen und Kosten, nahe Eins ist.

Jedoch unterscheiden sich USDIA und FDIUS im Verhältnis der Kosten zum Umsatz. So weist FDIUS eine wesentlich geringere Gewinnmarge aus; in 11 von 19 Jahren übersteigen die Kosten sogar die ordentlichen Umsatzerlöse. Während USDIA in allen Jahren positive Gewinne auf sehr hohem Niveau erwirtschaftete (mit einer durchschnittlichen jährlichen Steigerung von über 12 Prozent zwischen 1990 und 2001), stellte sich die Gewinnentwicklung bei FDIUS sehr volatil dar (siehe Abbildung 2).

⁴ Siehe Allen, Gale (2000)

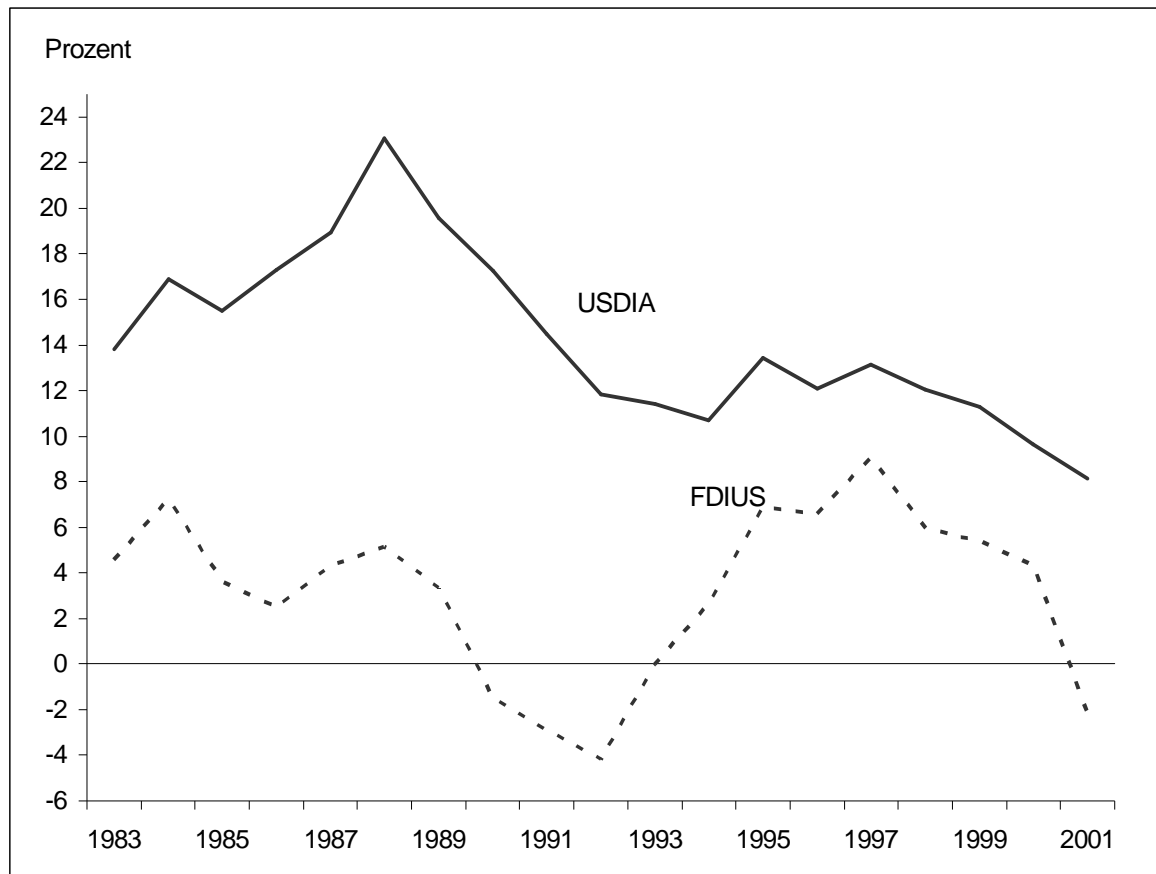
Abbildung 2: Gewinne der US-amerikanischen Tochterunternehmen von MNC mit Hauptsitz in der EU (FDIUS) und der Tochterunternehmen in der EU von MNC mit Hauptsitz in den USA (USDIA)



An der Abbildung 2 wird die Zyklizität der Gewinnentwicklung ersichtlich, wobei die Gewinne von FDIUS stärker schwanken und weniger einem positiven Trend folgen als die von USDIA. Die Eigenkapitalrendite, die eine wichtige Größe für die Beurteilung der Rentabilität darstellt, verweist auf einen ähnlichen Unterschied zwischen FDIUS und USDIA (siehe Abbildung 3). Obwohl USDIA einen höheren Anteil Eigenkapital am Gesamtkapital halten, sorgen die hohen Gewinne für eine über alle Jahre höhere Eigenkapitalrendite. Zwar weist diese seit Ende der 1980er Jahre einen fallenden Trend auf, dennoch lag sie zwischen 1995 und 2001 im Mittel um mehr als sechs Prozentpunkte über der von FDIUS.⁵

⁵ Bei einer Betrachtung ab 1990 erhöht sich die mittlere Differenz auf fast 10 Prozentpunkte.

Abbildung 3: Eigenkapitalrendite der US-amerikanischen Tochterunternehmen von MNC mit Hauptsitz in der EU (FDIUS) und der Tochterunternehmen in der EU von MNC mit Hauptsitz in den USA (USDIA)

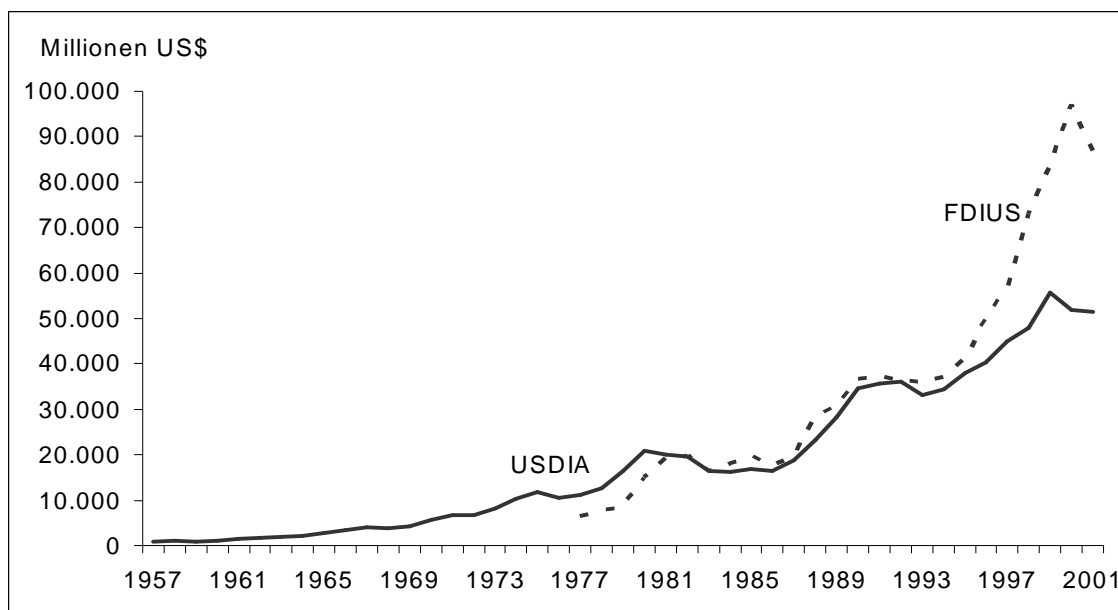


Sonstige Daten

Die Wertschöpfung (*gross product*) stellt die Produktionsleistung dar, die durch das Tochterunternehmen erbracht wird; die Zahlen liegen erst seit 1994 vor. Sowohl für USDIA als auch für FDIUS ist zunächst ein stetiger Anstieg der Wertschöpfung, im Jahr 2001 ist jedoch für beide Seiten ein Abfall zu verzeichnen. Wird die Wertschöpfung ins Verhältnis mit dem BIP der jeweiligen Wirtschaftsregion gestellt, zeigt sich, dass USDIA Unternehmen 1995 und 2000 rund drei Prozent des Bruttoinlandsproduktes der EU 15 Länder erwirtschafteten. Betrachtet man die gesamte Welt, so war der Anteil für USDIA Unternehmen am Welt-BIP nur 1,9 Prozent. FDIUS Unternehmen aus den EU 15 Ländern trugen zu 2,5 Prozent in 1995 und drei Prozent zur Wirtschaftsleistung der USA bei; insgesamt konnten alle FDIUS Unternehmen in den USA in 2000 rund zwölf Prozent des US-BIP erwirtschaften.

Abbildung 4:

Bruttoinvestitionen der US-amerikanischen Tochterunternehmen von MNC mit Hauptsitz in der EU (FDIUS) und der Tochterunternehmen in der EU von MNC mit Hauptsitz in den USA (USDIA)



Investitionen der Tochterunternehmen sind für USDIA für EU 10+2+3 erst ab 1993 auf den Internetseiten des BEA verfügbar.⁶ Hierbei sind die Investitionen für FDIUS als Sachanlageninvestitionen und für USDIA als Gesamtinvestitionen beschrieben, wenngleich sich beide inhaltlich kaum unterscheiden. Für USDIA existieren diese für Gesamteuropa⁷ ab dem Jahr 1957, für FDIUS ab 1977 (siehe Abbildung 4). Unter der Bedingung der Abhängigkeit von Investitionen vom wirtschaftlichen Umfeld, fallen folgende Punkte auf. Erstens ist nach einem annähernden Gleichlauf ab 1995 ein sehr deutliches Auseinanderdriften der Investitionstätigkeit von USDIA und FDIUS zu erkennen. Zweitens verringern USDIA Unternehmen bereits 2000 ihre Investitionsleistung, während FDIUS Unternehmen ihre Investitionen noch stark ausdehnen. Dafür fällt der Umschwung im Jahr 2001 sehr deutlich aus. Dies könnte auf den bereits verwiesenen abgeschwächten Konjunkturzusammenhang zwischen den USA und einigen Europäischen Ländern hindeuten.

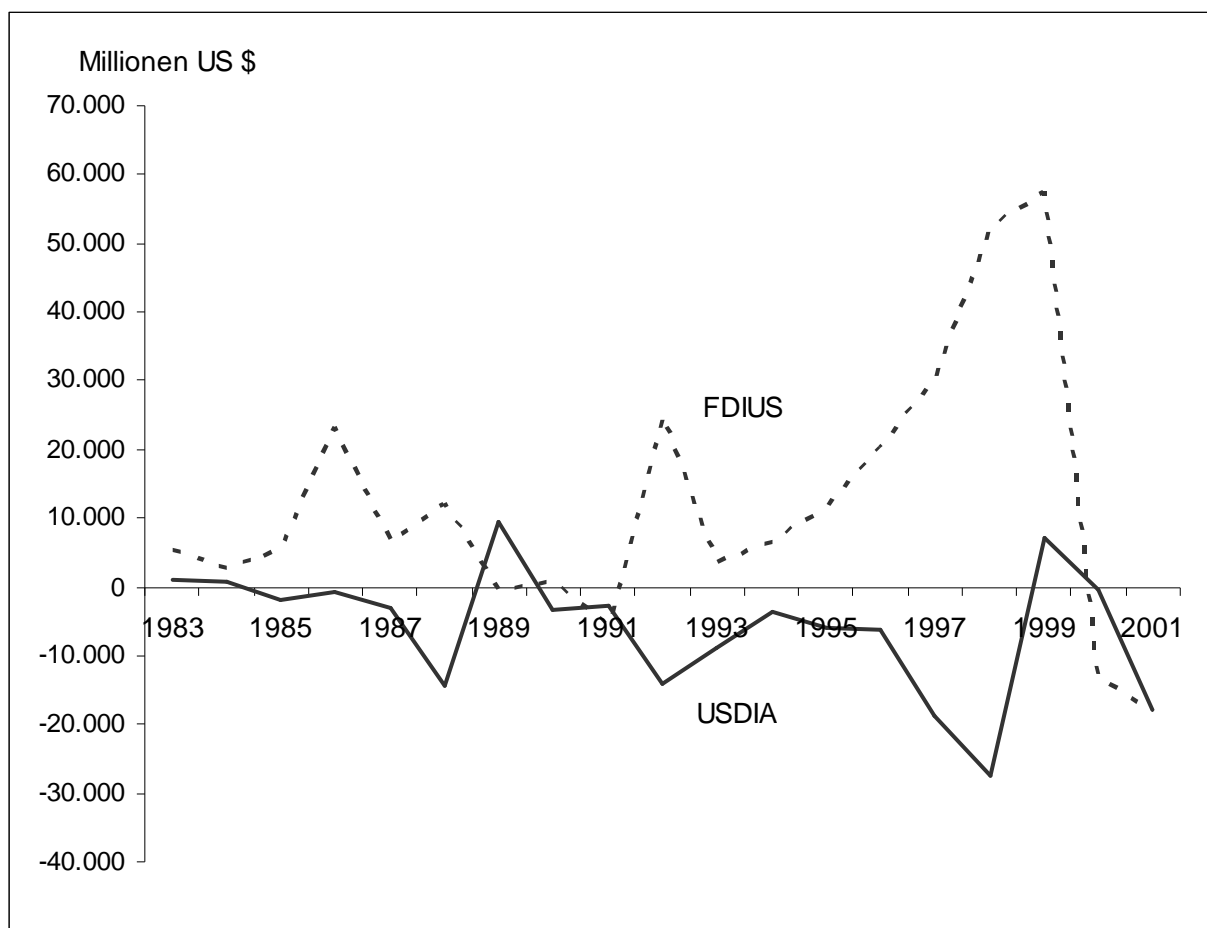
⁶ Daten ab 1967 in Printform sind beim BEA erwerbbar.

⁷ Das BEA definiert Gesamteuropa sehr großzügig, Russland und ehemalige Teile der Sowjetunion, wie Usbekistan und Kasachstan werden mit einbezogen.

Die Veränderungen unternehmensinterner Verbindlichkeiten sind von 1984 bis 2002 erfasst.⁸ Diese Kapitalflüsse entstehen durch Änderungen in Nettoverbindlichkeiten zwischen der Muttergesellschaft und dem ausländischen Tochterunternehmen während des Fiskaljahres. Kredite von der Muttergesellschaft an das Tochterunternehmen sowie Kredite von dem Tochterunternehmen an die Muttergesellschaft sind inbegriffen. Die Muttergesellschaft der USDIA-Unternehmen hat ihren Sitz in den USA, FDIUS-Unternehmen in den EU 15 Ländern. Zu beachten ist, dass bei dieser Darstellung alle Direktinvestitionen einbezogen werden, nicht nur MOFA und UBO. In der Abbildung 5 sind die Veränderungen der Unternehmensinternen Verbindlichkeiten für USDIA und FDIUS dargestellt. Während positive Werte einen Fluss von den EU 15 Ländern in die USA darstellen, bilden negative Werte einen Kapitalfluss von den USA in die EU 15 Länder ab. Es fällt auf, dass 13 von 19 Jahresdaten gegenläufige Werte aufweisen; über alle Jahre korrelieren die Daten mit -0,23, allerdings von 1993 bis 1999 mit -0,92. Es ist zu vermuten, dass die Finanzierung durch Kreditvergabe zwischen Muttergesellschaften und ihren ausländischen Tochterunternehmen in den Jahren 1993 bis 1999 auf beiden Seiten, FDIUS und USDIA, besonders ausgeprägt praktiziert wurde. Vergleicht man unternehmensinterne Verbindlichkeiten von FDIUS und USDIA direkt, so ist bei FDIUS Unternehmen eine Dominanz bezüglich der absoluten Beträge sowie deren höhere Volatilität (etwa das Doppelte) zu erkennen. Die Nutzung der unternehmensinternen Kreditfinanzierung innerhalb von MNCs europäischen Ursprungs (FDIUS) ist wahrscheinlich stärker ausgeprägt, als bei MNCs mit Hauptsitz in den USA.

⁸ Zwischen 1982 und 1994 sind die Daten nicht immer vollständig, da Werte von damaligen Nicht-EU Staaten zum Teil nicht vorliegen.

Abbildung 5: Unternehmensinterne Verbindlichkeiten der US-amerikanischen Tochterunternehmen von MNC mit Hauptsitz in der EU (FDIUS) und der Tochterunternehmen in der EU von MNC mit Hauptsitz in den USA (USDIA) jährliche Veränderungen in Millionen US-Dollar



Werden die unternehmensinternen Verbindlichkeiten im Kontext mit den Gewinn- und den Investitionsdaten betrachtet, zeigt sich ein möglicher Hinweis auf die unternehmensinterne Reallokation von Finanzmitteln innerhalb der MNCs. Hier sei besonders auf Unternehmen mit Hauptsitz in der EU zu verweisen. Verluste der FDIUS Unternehmen in den USA führen zu einer fallenden bzw. annähernd konstanten Investitionsleistung der FDIUS Unternehmen in den USA und die unternehmensinternen Verbindlichkeiten in den USA werden abgebaut, d. h. das Kapital fließt zurück in die EU 15 Länder. Dies ist für die Jahre 1990 bis 1992 und, sehr ausgeprägt, am aktuellen Rand im Jahr 2001 erkennbar; so stiegen die unternehmensinternen Verbindlichkeiten der FDIUS Unternehmen in 2000 bei positiven Gewinnen noch um rund US\$ 57,6 Mrd. und die Investitionen lagen bei über US\$ 92 Mrd., in 2001 wurden bei Verlusten die unternehmensinternen

Verbindlichkeiten um US\$ 13,4 Mrd. und die Investitionen um US\$ 11 Mrd. verringert. Ein schwieriges wirtschaftliches Umfeld in den USA hat möglicherweise eine Umleitung der Finanzmittel hin zu anderen Unternehmensteilen außerhalb der USA zur Folge. Andererseits bauen FDIUS Unternehmen bei hohen Gewinnen Mitte bis Ende der 1990er Jahre ihre Verbindlichkeiten gegenüber den Europäischen Mutterkonzernen stark aus, verbunden mit einer hohen Investitionstätigkeit in den USA. Eine analoge Betrachtung für USDIA Daten ist nicht in dieser Deutlichkeit möglich. Allerdings führen stark steigende Gewinne der USDIA Unternehmen in den EU 15 Ländern, vor allem ab dem Jahr 1995, zur Zunahme der in die EU 15 Länder fließenden Beträge an unternehmensinternen Verbindlichkeiten. Für das Jahr 2000 ist festzuhalten, dass trotz historisch hoher Gewinne von rund US\$ 92 Mrd. in den EU 15 Ländern die Investitionstätigkeit der USDIA Unternehmen in Europa sinkt und Ressourcen in die USA fließen. Eine höhere Gewinnerwartung in den USA relativ zu den EU 15 Ländern oder eine sich bereits abschwächende Wirtschaftslage in Europa könnten hier als mögliche Begründung angebracht werden. Der letzte Punkt würde sich auch mit den zu Investitionen gemachten Ausführungen zum Auseinanderfallen der Konjunkturzyklen gleichen. Die Jahre 2001 und 2002 sollten unter den Gesichtspunkt besonderer Ereignisse, wie dem Terroranschlag auf das World Trade Center und den sich anbahnenden Irak-Krieg betrachtet werden. Die steigenden Kapitalströme nach Europa, trotz fallender Gewinne und sinkender Investitionstätigkeit in den USA und Europa, können wahrscheinlich mit einer damit einhergehenden negativen Erwartung der Wirtschaftsteilnehmer für die wirtschaftliche Lage in den USA erklärt werden. Insgesamt sind Hinweise auf ein mögliches Allokationsverhalten innerhalb von MNCs, welches von der wirtschaftlichen Situation im Operationsland des ausländischen Tochterunternehmens abhängt, erkennbar.

Investierte Gewinne sind ebenfalls von 1983 an verfügbar. Sie werden in der Zahlungsbilanz erfasst und stellen den Teil der Gewinne dar, der nicht an die Eigentümer, die Muttergesellschaft, ausgeschüttet wurde. Wie bei den unternehmensinternen Verbindlichkeiten sind diese Zahlen nicht unmittelbar mit den obigen Financial Operating Data vergleichbar. Hier ist besonders der Niveauvergleich und die Entwicklung bei den USDIA und FDIUS von Interesse. USDIA reinvestiert über alle Jahre Gewinne auf zum Teil sehr hohem Niveau im Vergleich zu den FDIUS. Diese müssen von 1989 bis 1993 sogar von Ihren Muttergesellschaften unterstützt werden – die investierten Gewinne sind negativ. Es ist zu vermuten, dass USDIA Unternehmen, bedingt durch die hohen Gewinne, unabhängiger agieren können.

D Fazit

Zusammenfassend ist die zunehmende Bedeutung der MNCs für die USA und die EU 15 Länder zu konstatieren. Allerdings unterscheiden sich Struktur und Entwicklungen von USDIA und FDIUS zum Teil erheblich. Auffällig ist die deutlich stärkere Fremdkapitalnutzung Europäischer Tochterunternehmen in den USA. Zudem weisen diese einen volatileren Gewinnfluss auf und sind, gemessen an der Eigenkapitalrentabilität, weniger rentabel als US-amerikanische Tochterunternehmen in Europa. Ein konjunktureller Einfluss ist in Gewinn- und Investitionsdaten zu vermuten.

Auch wenn es sich hier nur um eine vorläufige Betrachtung handelt, so können doch folgende Punkte festgestellt werden:

1. Eine Reallokation von Finanzmitteln innerhalb der MNCs findet möglicherweise statt. Im betrachteten Zeitraum gehen Verluste in den USA mit dem Abbau von unternehmensinternen Verbindlichkeiten in den USA (Kapitalfluss nach Europa) und mit sinkenden Investitionen durch die in den USA ansässigen Tochterunternehmen einher. Dagegen sind bei positiven Gewinnen ein Ausbau von unternehmensinternen Verbindlichkeiten (Kapitalfluss zu den Tochterunternehmen) und steigende Investitionen durch die Tochterunternehmen zu beobachten.
2. Das Investitionsverhalten der Tochterunternehmen von MNCs zeigt Unterschiede zwischen USDIA und FDIUS im Zeitverlauf.
3. Im Finanzierungsverhalten unterscheiden sich USDIA und FDIUS Unternehmen hinsichtlich der Kapitalstruktur; dies lässt sich eventuell auf Unterschiede in den regionalen Finanzsystemen zurückführen.

Die hier angestellten Betrachtungen auf der Grundlage der Angaben des BEA weisen in die in der Einleitung aufgezeigte Richtung. Somit stellen diese drei Punkte, bei der zunehmenden Bedeutung der MNCs für die Weltwirtschaft, einen interessanten Ansatz für die weitere Forschung zur Konjunkturtransmission dar.

Literatur

- ALLEN, FRANKLIN & DOUGLAS GALE (2000), *Comparing Financial Systems*, Cambridge (Massachusetts).
- BRUSCO, SANDRO & FAUSTO PANUNZI (2002), *Reallocation of Corporate Resources and Managerial Incentives in International Capital Markets*, CESifo Working Paper No. 735.
- DESAI, MIHIR A., C. FRITZ FOLEY & JAMES R. HINES (2003), *A Multinational Perspective on Capital Structure Choice and Internal Capital Markets*, Harvard NOM Research Paper No. 03-27.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2003), *Die Entwicklung der Kapitalverflechtung der Unternehmen in Deutschland mit dem Ausland von Ende 1998 bis Ende 2001*, in: *Monatsbericht Juni*, S. 51-67.
- DIETRICH, DIEMO (2004), *Financing FDI Into Developing Economies and the International Transmission of Business Cycle Fluctuations*, in: *Swiss Journal of Economics and Statistics 2004*, Vol. 140 (4), S. 449-481.
- GERTNER, ROBERT H., DAVID S. SCHARFENSTEIN & JEREMY C. STEIN (1994), *Internal versus External Capital Markets*, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, S. 1211-1230.
- HANSON, GORDON H. & MATTHEW J. SLAUGHTER (2004), *The Role of Multinational Corporations in International Business Cycle Studies: Skew Lines or Arbitrage Opportunities?*, erscheint in: Siebert, Horst (Hrsg.), *Macroeconomic Policies in the World Economy*, Berlin.
- HEINEMANN, FRIEDRICH & MATTHIAS MEITNER (2003), *Der Unternehmenskanal*, in: Schröder, M. & P. Westerheide (Hrsg.), *Finanzmärkte, Unternehmen und Vertrauen. Neue Wege der Konjunkturübertragung*, Baden-Baden.
- INDERST, ROMAN & HOLGER M. MÜLLER (2003), *Internal versus External Financing: An Optimal Contracting Approach*, in: *Journal of Finance*, Vol. 58, S. 1033-1062.
- LAUX, CHRISTIAN (2001), *Limited Liabilities and Incentive Contracting with Multiple Projects*, in: *Rand Journal of Economics*, Vol. 32, S. 514-526.
- SAN VINCENTE PORTES (2003), *Multinational Corporations and the Volatility of U.S. GDP*, mimeo, Georgetown University.
- SCHARFENSTEIN, DAVID S. & JEREMY C. STEIN (2000), *The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment*, in: *Journal of Finance* Vol. 55, S. 2537-2564.
- STEIN, JEREMY C. (1997), *Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources*, in: *Journal of Finance*, Vol. 32, S. 111-133.

STOCK, JAMES H. & MARK W. WATSON (2002), Has the Business Cycle Changed and Why?, in: Macroeconomics Annual 2002, S. 159-218.

SVR (2001), Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2001/02 „Für Stetigkeit – gegen Aktionismus“, Stuttgart.