



# Direktinvestitionen und Standort Deutschland

Thomas Jost

Diskussionspapier 2/97

Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe  
der Deutschen Bundesbank

---

Juni 1997

Die in dieser Reihe veröffentlichten Diskussionspapiere  
spiegeln die persönliche Auffassung des Autors und  
nicht notwendigerweise die der Deutschen Bundesbank wider.

Deutsche Bundesbank, 60431 Frankfurt am Main, Wilhelm-Epstein-Straße 14  
Postfach 10 06 02, 60006 Frankfurt am Main

Fernruf (0 69) 95 66-1

Telex Inland 4 1 227, Telex Ausland 4 14 431, Telefax (0 69) 5 60 10 71

Bestellungen schriftlich erbeten an:

Abteilung Presse und Information, Postanschrift oder Telefax (0 69) 95 66-30 77

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.

ISBN 3-932002-31-8

## Summary

The unfavourable balance of foreign direct investment plays a major role in the ongoing debate on the quality of Germany as a business location. High direct investment outflows and low inflows compared with the United Kingdom and France are often seen as a sign of weakness of the German "Standort". The relative attractiveness of different countries for foreign direct investment is usually measured in terms of the balance of payments data of the host countries. However, owing to still very divergent recording practices across the industrial countries, such comparisons may be misleading. In this paper it is shown that the statistical errors are minor if investor countries', rather than host countries', data are used to compare the relative attractiveness of different economies for foreign direct investments. Over a period of 11 years, foreign balance of payments data show that Germany has received a considerably higher amount of foreign direct investments than is recorded in the German balance of payments. On the outflow side the different data sources give a more homogeneous picture of a persistently heavy commitment of German companies abroad.

The locational decisions of multinational enterprises are dependent on a great variety of factors. The empirical analysis in this paper is limited to the influence of market- and cost-oriented factors, which in several surveys of foreign and German companies have been identified as the main reasons for foreign direct investments. In a cross-country study and a cointegration analysis it is shown that German direct investments abroad are indeed mainly influenced by market-oriented factors. The development of German investments abroad is closely connected with the development of German exports. In this respect, rising foreign direct investments are not an unequivocal sign of weakness of the German "Standort". But the market-oriented pressure for expansion abroad is reinforced by rising prices and costs in relation to major competitors for foreign capital. At times of a considerable deterioration in price competitiveness - as in the period from 1992 to 1995 - German companies have increasingly shifted production facilities abroad.

Similar to German companies, foreign enterprises also react to relative changes in the market and cost situation. In a time series cross-country study using foreign balance of payments data, it is shown that foreign direct investments in Germany are favourably influenced by relative growth and unfavourably affected by a deterioration in the relative price competitiveness of the German economy. During the period from 1989 to 1991, when Germany experienced a higher rate of economic growth than the other industrial countries, and when its cost situation was relatively favourable, foreign direct investments in Germany, relative to other OECD countries, rose considerably. By contrast, the lower foreign direct investments in recent years seem to be caused by a relatively low growth rate and a worsened international competitive position of Germany.



# Inhaltsverzeichnis

<b>1. Einleitung</b>	1
<b>2. Entwicklung der Direktinvestitionen und Probleme internationaler Vergleiche von Direktinvestitionsdaten</b>	2
2.1. Definition und Aussagekraft von Direktinvestitionsdaten	2
2.2. Entwicklung der grenzüberschreitenden Direktinvestitionen und Diskrepanzen zwischen den deutschen und ausländischen Zahlungsbilanzdaten	5
2.3. Veränderung der Direktinvestitionsbestände	21
<b>3. Standortfaktoren und Direktinvestitionen</b>	28
3.1. Theorie der Direktinvestitionen und Standorttheorie	28
3.2. Absatzorientierte Standortfaktoren	30
3.3. Realer Wechselkurs als Maß für relative Kostenunterschiede	33
3.4. Internationale Unterschiede in der Besteuerung	34
3.5. Unternehmensstruktur und Finanzmärkte	37
<b>4. Empirische Untersuchungen zur Erklärung der grenzüberschreitenden Direktinvestitionen für Deutschland</b>	41
4.1. Länderübergreifende Zeitreihenanalyse der Bestimmungsfaktoren ausländischer Direktinvestitionen in Deutschland	41
4.2. Querschnittsanalyse der Determinanten der regionalen Verteilung des Bestandes deutscher Direktinvestitionen in 40 Ländern	49
4.3. Erklärung der deutschen Direktinvestitionen im Ausland mit Hilfe eines Fehlerkorrekturmodells	54
<b>5. Direktinvestitionen und Standort Deutschland: Zusammenfassung und wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen</b>	60
<b>Literaturverzeichnis</b>	62

## Verzeichnis der Tabellen und Schaubilder

### Tabellen

1	Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland - Diskrepanzen zwischen deutscher und ausländischen Zahlungsbilanzen -	5
2	Deutsche Direktinvestitionen im Ausland - Diskrepanzen zwischen deutscher und ausländischen Zahlungsbilanzen -	7
3	Bilaterale Diskrepanzen bei den grenzüberschreitenden Direktinvestitionen	8
4	Internationale Unterschiede in der Erfassung der Direktinvestitionen in der Zahlungsbilanz	10
5	Amerikanische Direktinvestitionen in Deutschland (1984-94)	14
6	Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland, Frankreich und Großbritannien	19
7	Veränderung des ausländischen Direktinvestitionsbestandes in Deutschland	22
8	Entwicklung der Vermögensbestände und der Transaktionen in unmittelbaren Direktinvestitionen	24
9	Deutsche Direktinvestitionen im Ausland und ausländische Direktinvestitionen in Deutschland nach der Art der Kapitalverflechtung	25
10	Veränderung des deutschen Direktinvestitionsbestandes im Ausland	26
11	Internationale Unterschiede in der effektiven Besteuerung von Gewinnen aus grenzüberschreitenden Direktinvestitionen bei alternativen Finanzierungsformen	35
12	Marktwert und Anzahl der börsennotierten heimischen Unternehmen	37
13	Privatisierungen in Deutschland, Frankreich und Großbritannien	39

14	Relatives Marktwachstum und realer Außenwert der D-Mark als Bestimmungsfaktoren der ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland	47
15	Determinanten der regionalen Verteilung der deutschen Direktinvestitionen im Ausland	52
16	Stationaritätstests für Direktinvestitionen, Exporte und realen Außenwert der D-Mark	56
17	Deutsche Direktinvestitionen im Ausland in Abhängigkeit von den deutschen Exporten und dem realen Außenwert der D-Mark	58

### **Schaubilder**

1	Unterschiede bei der Erfassung von mittelbaren Direktinvestitionen zwischen dem IWF-Manual und den deutschen Regelungen	17
2	Relative Attraktivität Deutschlands für Direktinvestitionen der Industrieländer	20
3	Direktinvestitionen von 14 OECD-Ländern in Deutschland	44
4	Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland in Abhängigkeit vom relativen Wachstum Deutschlands und seiner preislichen Wettbewerbsfähigkeit	46
5	Zusammenhang deutscher Direktinvestitionen und Exporte in 40 Länder	50
6	Deutsche Direktinvestitionen im Ausland, Exporte und realer Außenwert	55





# Direktinvestitionen und Standort Deutschland\*

Wenn die Unternehmer alles Geld im Ausland untergebracht haben, nennt man dieses den Ernst der Lage; und wenn kein Kapital reinkommt, so fehlt die Marie.

(frei nach Tucholsky)

## 1. Einleitung

Die grenzüberschreitenden Direktinvestitionen spielen in der Debatte über den Wirtschaftsstandort Deutschland seit Jahren eine große Rolle. Die hohen deutschen Direktinvestitionen im Ausland und die im Vergleich zu Großbritannien und Frankreich niedrigen Direktinvestitionszuflüsse nach Deutschland werden oft als Zeichen einer Standortschwäche gedeutet. Die Attraktivität verschiedener Wirtschaftsstandorte für ausländische Direktinvestitionen wird in der Regel anhand der nationalen Zahlungsbilanzangaben der einzelnen Länder verglichen. Solche Vergleiche können jedoch zu Fehlinterpretationen führen, wenn die nationalen Zahlungsbilanzdaten nicht nach einheitlichen Prinzipien erfaßt werden. Unterschiedliche Erfassungsmethoden führen auch bei Deutschland zu stark widersprüchlichen Angaben über die ausländischen Direktinvestitionen im Inland. In dem vorliegenden Beitrag wird versucht, die Diskussion über die Direktinvestitionen zu objektivieren, indem die Aussagekraft und die Abweichungen zwischen den deutschen und den ausländischen statistischen Quellen zu den grenzüberschreitenden Direktinvestitionen analysiert und verglichen werden (Kapitel 2).

Die Bestimmungsgründe für Direktinvestitionen sind sehr vielfältig und oft nur schwer empirisch testbar. In der aktuellen Diskussion werden hohe Lohnkosten, die phasenweise starke Aufwertung der D-Mark sowie die Steuerbelastung und Regulierungsdichte der deutschen Wirtschaft immer wieder als Argumente dafür genannt, daß sich die deutsche Direktinvestitionsbilanz in den letzten Jahren zunehmend verschlechtert hat. Aus diesem Grund sollen in dem anschließenden theoretischen und empirischen Teil dieser Arbeit (Kapitel 3 und 4) die Bedeutung und der Einfluß wichtiger Standortfaktoren auf die grenzüberschreitenden Direktinvestitionen für Deutschland untersucht werden.

---

\* Für die Bereitstellung von Daten und wichtige Informationen zu den einzelnen Statistiken danke ich insbesondere A. Cimper (OECD), W. Masseling, D. Scholz, B. Stejskal-Passler, R. Seiler (Deutsche Bundesbank) und G.A. Pollack (U.S. Department of Commerce). Wertvolle Anregungen und kritische Hinweise verdanke ich darüber hinaus: R. Fecht, W. Friedmann, M. Glaum, U. Grosch, A. Jung, H. Hansen, J. Reckwerth, K. Sauvart, M. Wilhelm und den Teilnehmern eines Workshops bei der Deutschen Bundesbank. Für die Anfertigung der Schaubilder und Tabellen danke ich O. Kolczok und K. Michel.

## **2. Entwicklung der Direktinvestitionen und Probleme internationaler Vergleiche von Direktinvestitionsdaten**

Aus der Entwicklung der Direktinvestitionsströme werden häufig pauschale Schlußfolgerungen hinsichtlich der Standortqualität abgeleitet. Grundsätzlich ist dazu anzumerken, daß die Zahlungsbilanzdaten über Direktinvestitionen definitionsgemäß nur eine begrenzte Aussagekraft für Standortvergleiche haben können, da sie lediglich die finanzielle Verflechtung zwischen den Investoren und den Investitionsobjekten erfassen und keine genauen Rückschlüsse auf die tatsächlichen wirtschaftlichen Aktivitäten und insbesondere die Sachinvestitionen ausländischer Tochterunternehmen erlauben. Zudem werden die nationalen Zahlungsbilanzdaten trotz internationaler Harmonisierungsbestrebungen immer noch sehr unterschiedlich erfaßt, so daß Vergleiche der Attraktivität verschiedener Standorte anhand von Direktinvestitionsdaten mit großer Vorsicht angestellt werden müssen. Aus diesen Gründen sollen im folgenden zunächst die Direktinvestitionen definiert und die Aussagekraft der Direktinvestitionszahlen für Standortvergleiche kurz problematisiert werden. Danach werden die Entwicklung der deutschen Direktinvestitionsbilanz und die Diskrepanzen zwischen der inländischen und den ausländischen Zahlungsbilanzstatistiken analysiert. Schließlich wird die Veränderung der Direktinvestitionsbestände in der deutschen Bestandsstatistik mit den Direktinvestitionsströmen in der Zahlungsbilanz verglichen. Ziel dieses Kapitels ist es, eine Vorstellung darüber zu gewinnen, welche Daten für die empirische Analyse der Determinanten grenzüberschreitender Direktinvestitionen für Deutschland am sinnvollsten verwendet werden.

### **2.1. Definition und Aussagekraft von Direktinvestitionsdaten**

Der Begriff der Direktinvestition wurde maßgeblich vom Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) geprägt.<sup>1</sup> IWF und OECD verstehen unter einer Direktinvestition eine grenzüberschreitende Investition, bei der ein Investor das Ziel hat, eine dauerhafte Beteiligung (*lasting interest*) an einem Unternehmen im Ausland herzustellen. Eine dauerhafte Beteiligung beinhaltet eine

---

<sup>1</sup> Der IWF hat die Direktinvestitionen im Balance of Payments Manual (5th Edition, 1993) und in dem begleitenden Balance of Payments Compilation Guide (1995) definiert, die für alle IWF-Mitgliedsländer die Richtlinie für die Erstellung der Zahlungsbilanzen darstellen. Das IWF-Konzept ist auch die Basis für die *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment* der OECD (3rd Edition, 1995).

langfristige Beziehung zwischen dem Investor (*direct investor*) und dem Investitionsobjekt (*direct investment enterprise*) sowie einen merklichen Einfluß des Investors auf die Leitung des Beteiligungsunternehmens.<sup>2</sup> Als Direktinvestitionsunternehmen gilt ein Unternehmen, wenn an ihm ein anderes Unternehmen aus einem fremden Wirtschaftsgebiet mit mindestens 10 % der Kapitalanteile oder Stimmrechte beteiligt ist. Die Direktinvestitionen enthalten nicht nur den anfänglichen Beteiligungserwerb, sondern auch alle nachfolgenden finanziellen Transaktionen zwischen dem Investor und dem Direktinvestitionsunternehmen, d.h. die Aufstockung von Kapitalbeteiligungen, Kreditbeziehungen zwischen der Muttergesellschaft und dem ausländischen Beteiligungsunternehmen sowie die auf die Mutter entfallenden reinvestierten Gewinne des Tochterunternehmens.<sup>3</sup>

Die Zahlungsbilanzdaten über Direktinvestitionen messen somit die finanzielle Verflechtung zwischen dem Investor und dem Investitionsobjekt. Sie sagen jedoch nichts aus über die tatsächlichen realen Investitionsbeträge, die Größe und das Wachstum der ausländischen Tochterunternehmen. Hinter einer Zunahme der Direktinvestitionen im Ausland können sich sehr unterschiedliche wirtschaftliche Aktivitäten mit sehr unterschiedlichen Motiven verbergen. Die Errichtung einer neuen Produktionsstätte im Ausland zur Einsparung von Lohnkosten, der Ausbau des Vertriebsnetzes zur Steigerung der Exporte, die Übernahme eines ausländischen Unternehmens zum Zweck der Ausschaltung eines Konkurrenten oder eine „passive“ Beteiligung an einer ausländischen Vermögensverwaltungsgesellschaft sind unter standortpolitischen Gesichtspunkten sicherlich unterschiedlich zu beurteilen. Oft werden grenzüberschreitende Direktinvestitionen mit Neuansiedlungen von Unternehmen auf der „grünen Wiese“ (*greenfield investment*) verbunden. Diese traditionelle Form der Direktinvestition hat jedoch seit Anfang der 80er Jahre stark an Bedeutung verloren, während Fusionen und Übernahmen (*mergers & acquisitions*) bestehender ausländischer Unternehmen stark zugenommen haben. Heute werden weltweit mindestens vier Fünftel der neuen Direktinvestitionsanlagen im Ausland in der Form von Beteiligungen und Übernahmen getätigt.<sup>4</sup> Im Extremfall kann eine Beteiligung oder Übernahme eines ausländischen Unternehmens zu einem bloßen Wechsel der Eigentumsverhältnisse führen, ohne daß eine reale Investition vorgenommen oder ein zusätzlicher Arbeitsplatz geschaffen wird.

---

<sup>2</sup> Eine weitgehend identische Definition der Direktinvestitionen findet sich in der Rechtsgrundlage für die Erstellung der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus der Bundesrepublik Deutschland. Im Außenwirtschaftsgesetz (AWG) und der Außenwirtschaftsverordnung (AWV, § 55) gelten als Direktinvestitionen Anlagen von Vermögen in fremden Wirtschaftsgebieten zur Schaffung dauerhafter Wirtschaftsverbindungen.

<sup>3</sup> Vgl. OECD (1995), S. 6ff.

<sup>4</sup> Vgl. Sherman (1996), S. 10.

Genauere Informationen über die wirtschaftlichen Aktivitäten ausländischer Direktinvestitionsunternehmen sowie deren Ertrags- und Beschäftigungsentwicklung können in Deutschland derzeit nur aus den Bilanzdaten der Unternehmensmeldungen zur Bestandsstatistik über die grenzüberschreitenden Direktinvestitionen gewonnen werden. Diese haben gegenüber den Zahlungsbilanzdaten allerdings den Nachteil, daß sie nur mit einer Zeitverzögerung von rund 1 ½ Jahren verfügbar sind und international noch weniger vergleichbar sind, so daß sie in der aktuellen wirtschaftspolitischen Debatte oft vernachlässigt werden.<sup>5</sup>

Ein Anstieg der Direktinvestitionen ist nicht zwangsläufig mit zusätzlichen realen Investitionen im Ausland verbunden. Umgekehrt können die wirtschaftlichen Aktivitäten von Direktinvestitionsunternehmen im Ausland aber auch ohne eine Aufstockung der finanziellen Beteiligung oder einen Kredit der inländischen Muttergesellschaft zunehmen. Eine in den USA ansässige Tochter eines deutschen Unternehmens kann beispielsweise auch ohne eine Eigenkapitalzufuhr oder ein Gesellschafterdarlehen ihrer deutschen Mutter Investitionen vornehmen, wenn sie die dazu notwendigen Mittel am U.S.-Kapitalmarkt aufnimmt. Die „externe“ Finanzierung von Direktinvestitionsunternehmen übersteigt meist bei weitem die konzerninterne Kapitalzufuhr. Ende 1994 entfielen nur rund 25 % des gesamten Eigen- und Fremdkapitals der (unmittelbaren) deutschen Direktinvestitionsunternehmen im Ausland (ohne Banken) auf Beteiligungen und Kredite der deutschen Mütter und verbundener Unternehmen im Inland, während 75 % durch ausländische Kapitaleigner und Kreditaufnahme am Markt finanziert waren. Die Tochtergesellschaften ausländischer Unternehmen in Deutschland finanzierten sich zu 37 % durch Eigenkapital und Kredite der ausländischen Mütter und zu 67 % durch externes Kapital. In einer ähnlichen Größenordnung bewegen sich auch die Zahlen für die amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland. Nach einer Untersuchung des U.S. Department of Commerce sind weniger als 40 % der Vermögenswerte amerikanischer Tochtergesellschaften im Ausland (ohne Banken) durch Kapitalbeteiligungen und Kredite (einschließlich reinvestierte Gewinne) der Muttergesellschaften finanziert. Rund 60 % der Vermögenswerte sind dagegen lokal finanziert, insbesondere durch Kreditaufnahme am Kapitalmarkt des Sitzlandes des Tochterunternehmens.<sup>6</sup> Im folgenden soll ungeachtet der generell begrenzten Aussagekraft der Direktinvestitionsdaten zunächst die Entwicklung der grenzüberschreitenden Direktinvestitionen in der deutschen und den ausländischen Zahlungsbilanzen verglichen werden.

---

<sup>5</sup> Zur deutschen Bestandsstatistik vgl. den folgenden Abschnitt 2.3.

<sup>6</sup> Vgl. Feldstein (1994), S. 7ff.

## 2.2. Entwicklung der grenzüberschreitenden Direktinvestitionen und Diskrepanzen zwischen den deutschen und ausländischen Zahlungsbilanzdaten

Die deutsche Zahlungsbilanz weist seit vielen Jahren sehr geringe Zuflüsse von Direktinvestitionen aus dem Ausland aus (Tabelle 1). Auch im Vereinigungsboom zu Beginn der 90er Jahre sind die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland kaum gestiegen. Im gesamten, hier betrachteten Zeitraum von 1984 bis 1994 nahmen die in der deutschen

Tabelle 1

### Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland

- Diskrepanzen zwischen deutscher und ausländischen Zahlungsbilanzstatistiken -

- Netto-Anlagen, in Mrd DM -

Jahr	Deutsche Zahlungsbilanzstatistik		Ausländische Zahlungsbilanzstatistiken
	Insgesamt	18 OECD-Länder (1)	18 OECD-Länder (1)
1984	1,5	0,8	2,8
1985	1,6	0,7	3,3
1986	2,5	2,5	4,7
1987	3,3	2,8	4,0
1988	2,0	0,6	1,3
1989	13,3	12,7	18,5
1990	4,0	2,9	26,1
1991	6,8	4,7	26,0
1992	4,2	5,6	18,3
1993	2,9	0,6	13,4
1994	1,1	0,9	18,9
1984/94	43,2	34,6	137,2

(1) Österreich, Australien, Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Italien, Japan, Norwegen (ab 1986), Niederlande, Neuseeland (ab 1991), Portugal (ab 1989), Spanien, Schweden, Schweiz (ab 1993), Türkei (ab 1989), Großbritannien, Vereinigte Staaten.

Quellen: Deutsche Bundesbank, OECD.

Zahlungsbilanz erfaßten ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland per saldo nur um 43 Mrd DM zu. Lediglich im Jahre 1989, in dem sich einige Großtransaktionen kumulierten, konnte ein größerer Kapitalzufluß von 13 ½ Mrd DM verbucht werden. In den vergangenen beiden Jahren änderte sich an diesem Bild nur wenig. Zwar konnte Deutschland im Jahre 1995 von der weltweiten Zunahme der Direktinvestitionen mit einem Netto-Kapitalimport von rund 17 Mrd DM etwas stärker profitieren, 1996 haben ausländische Unternehmen ihre Beteiligungen in Deutschland im Ergebnis jedoch wieder leicht abgebaut (um 5 Mrd DM).

Die geringen Zuflüsse an ausländischen Direktinvestitionen in der deutschen Zahlungsbilanzstatistik stehen in starkem Kontrast zu den vom Ausland erfaßten Direktinvestitionsanlagen in Deutschland. Nach den Zahlungsbilanzstatistiken von 18 OECD-Ländern investierten Unternehmen aus diesem Raum in den Jahren 1984 bis 1994 per saldo 137 Mrd DM in Deutschland, d.h. mehr als dreimal so viel, wie in der deutschen Zahlungsbilanz ausgewiesen wird.<sup>7</sup> Der Unterschied zwischen den Angaben der ausländischen Statistiken und den Angaben der deutschen Zahlungsbilanzstatistik nimmt dabei ab 1989 sprunghaft zu. In den Jahren nach der deutschen Vereinigung stieg danach das ausländische unternehmerische Engagement in Deutschland stark an. 1990 und 1991 investierten die OECD-Länder per saldo jeweils 26 Mrd DM in Deutschland, während in der deutschen Zahlungsbilanzstatistik nur Zuflüsse von 4 Mrd DM bzw. 7 Mrd DM verzeichnet sind. Die gesamte Differenz zwischen den vom Ausland registrierten Abflüssen nach Deutschland und den in der deutschen Zahlungsbilanzstatistik insgesamt erfaßten Zuflüssen beläuft sich im betrachteten Zeitraum 1984 bis 1994 auf 94 Mrd DM. Vergleicht man die Direktinvestitionen der 18 OECD-Länder in Deutschland mit den in der deutschen Zahlungsbilanz verzeichneten Zuflüssen aus diesem Länderkreis (34 ½ Mrd DM), so steigt die Differenz sogar auf 102 ½ Mrd DM.

Während auf der Seite der ausländischen Direktinvestitionen im Inland die deutschen Zahlen weit unter den ausländischen Angaben liegen, weist die deutsche Zahlungsbilanz bei den deutschen Direktinvestitionen im Ausland höhere Anlagen aus als die ausländischen Zahlungsbilanzen. Im Vergleich zur *Inflow*-Seite sind die Diskrepanzen auf der *Outflow*-Seite

---

<sup>7</sup> Die Direktinvestitionsdaten der betrachteten 18 Länder stammen von der Datenbank der OECD für das *International Direct Investment Statistics Yearbook* (Stand: Herbst 1996). Sie wurden mit Jahresdurchschnittskursen in D-Mark umgerechnet. Unter den betrachteten 18 OECD-Ländern befinden sich die meisten wichtigen Investorenländer in Deutschland, mit Ausnahme von Kanada und (bis 1992) der Schweiz.

Tabelle 2

### Deutsche Direktinvestitionen im Ausland

- Diskrepanzen zwischen deutscher und ausländischen Zahlungsbilanzstatistiken -

- Netto-Anlagen, in Mrd DM -

Jahr	Deutsche Zahlungs- bilanzstatistik		Ausländische Zahlungsbilanz- statistiken
	Insgesamt	18 OECD-Länder (1)	18 OECD-Länder (1)
1984	13,5	9,4	5,0
1985	15,1	12,5	8,9
1986	21,9	19,4	9,1
1987	17,4	14,0	12,0
1988	21,2	18,3	9,2
1989	28,5	24,2	16,9
1990	38,7	32,1	16,5
1991	39,3	32,2	16,3
1992	30,5	25,0	18,3
1993	25,3	19,8	30,5
1994	27,0	19,2	23,4
1984/94	278,5	226,1	166,0

(1) Österreich, Australien (ab 1987), Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Italien, Irland, Japan, Norwegen (ab 1986), Niederlande, Portugal, Spanien, Schweden, Schweiz (ab 1993), Türkei, Großbritannien, Vereinigte Staaten.

Quellen: Deutsche Bundesbank, OECD.

allerdings deutlich geringer (Tabelle 2). Die Daten von 18 OECD-Ländern zeigen im Zeitraum von 1984 bis 1994 deutsche Nettoanlagen von 166 Mrd DM. In der deutschen Zahlungsbilanzstatistik kumulieren sich die Netto-Kapitalabflüsse durch deutsche Direktinvestitionen in den betrachteten 18 OECD-Ländern auf 226 Mrd DM. Die deutsche Zahlungsbilanz weist damit um 60 Mrd DM bzw. rund 35 % höhere Direktinvestitionen in den OECD-Ländern aus als die ausländischen Zahlungsbilanzen, während die Differenz zwischen den Auslands- und Inlandsdaten auf der *Inflow*-Seite rund 300 % beträgt.

### Bilaterale Diskrepanzen bei den grenzüberschreitenden Direktinvestitionen

- kumuliert über den Zeitraum 1984-1994, in Mrd D-Mark -

Partnerland	Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland 1)	Deutsche Direktinvestitionen im Ausland 2)
Belgien/Luxemburg	+37,7	+0,4
Frankreich	+5,4	-6,0
Irland	n.v.	-15,6
Italien	+3,9	-8,1
Japan	+5,5	-0,7
Niederlande	-0,7	-9,7
Großbritannien	+7,1	-14,8
Vereinigte Staaten	+37,4	-3,4

- 1) Plus bedeutet: die Zahlungsbilanzstatistik des Partnerlandes weist höhere Direktinvestitionen in Deutschland aus als die deutsche Zahlungsbilanzstatistik.-
- 2) Minus bedeutet: die deutsche Zahlungsbilanzstatistik weist höhere Direktinvestitionen in dem Partnerland aus als die Zahlungsbilanzstatistik des Empfängerlandes.

Quellen: Deutsche Bundesbank, OECD, U.S. Department of Commerce.

Die bilateralen Diskrepanzen zwischen der deutschen und den ausländischen Zahlungsbilanzstatistiken bei den grenzüberschreitenden Direktinvestitionen fallen von Land zu Land sehr unterschiedlich aus. Tabelle 3 zeigt 8 Partnerländer, für die die bilateralen Differenzen in dem betrachteten Zeitraum absolut am größten sind. Zusammengenommen erklären diese 8 Länder auf beiden Seiten der deutschen Direktinvestitionsbilanz jeweils über 90 % der Gesamtdiskrepanz zu den ausländischen Angaben. Bei den ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland weisen insbesondere die Vereinigten Staaten, der mit Abstand größte Investor in Deutschland, und Belgien/Luxemburg deutlich höhere Zahlen aus als die deutsche Zahlungsbilanz. Im Gesamtzeitraum von 1984 bis 1994 lagen danach die Netto-Investitionen von U.S.-Unternehmen und von Unternehmen aus Belgien und Luxemburg um jeweils rund 37 ½ Mrd DM über den deutschen Zahlen. Beide Länder zusammen erklären damit jeweils rund ein Drittel der gesamten Differenz zwischen der deutschen und den ausländischen Statistiken. Deutlich höhere Direktinvestitionen in Deutschland weisen daneben noch Großbritannien (7 Mrd DM mehr), Frankreich und Japan



(jeweils 5 ½ Mrd DM) sowie Italien (4 Mrd DM) aus. Aber auch fast alle anderen, kleineren Investorenländer aus dem OECD-Bereich verzeichneten in ihren Zahlungsbilanzen höhere Direktinvestitionen in Deutschland als die deutsche Zahlungsbilanz.

Bei den deutschen Direktinvestitionen im Ausland sind die Differenzen gegenüber Großbritannien und Irland am größten. Die deutsche Zahlungsbilanz weist in Irland um 15 ½ Mrd DM und in Großbritannien um 15 Mrd DM höhere Direktinvestitionen aus als die Zahlungsbilanzstatistiken der Empfängerländer. Höhere Netto-Kapitalabflüsse zeigen sich auch gegenüber den Niederlanden (9 ½ Mrd DM), Italien (8 Mrd DM) und Frankreich (6 Mrd DM), während die Angaben über die deutschen Direktinvestitionen in den Vereinigten Staaten, Belgien/Luxemburg und Japan weitgehend übereinstimmen.

Für die bilateralen Diskrepanzen bei den grenzüberschreitenden Direktinvestitionen gibt es eine Vielzahl von Gründen. Obgleich die Direktinvestitionen vom IWF und der OECD einheitlich definiert und im Zuge internationaler Harmonisierungsbestrebungen in den letzten 20 Jahren detaillierte Leitlinien für die Erfassung der Direktinvestitionen erarbeitet wurden, sind die nationalen Praktiken und Meldesysteme immer noch sehr unterschiedlich. Um eine Vorstellung über die Ursachen und die Bedeutung der statistischen Differenzen zu bekommen, wurden von den betrachteten 8 Ländern genauere Informationen über die Praxis der Erfassung der Direktinvestitionsströme in deren Zahlungsbilanzstatistiken erfragt. Zusätzlich wurden - soweit verfügbar - die bilateralen Direktinvestitionsdaten aus der deutschen und den ausländischen Statistiken verglichen, und zwar aufgegliedert in die drei Komponenten Eigenkapitalbeteiligungen, (kurz- und langfristige) Kreditbeziehungen sowie reinvestierte Gewinne. Dadurch sollte festgestellt werden, wo die größten Diskrepanzen zwischen den deutschen und den ausländischen Zahlen bestehen.

Die wesentlichen Unterschiede in der Erfassung der Direktinvestitionen in der deutschen Zahlungsbilanzstatistik und in den Zahlungsbilanzstatistiken von 8 Partnerländern im Vergleich zu den Richtlinien des IWF-Manuals sind in der Übersichtstabelle 4 zusammengefaßt:

Internationale Unterschiede in der Erfassung der Direktinvestitionen in der Zahlungsbilanz

Tabelle 4

Erfassung von unmittelbaren Direktinvestitionen	Richtlinie des BoP-Manuals	Deutschland	Vereinigte Staaten	Großbritannien	Belgien / Luxemburg
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Schwelle für <u>Kapitalbeteiligung</u></li> <li><u>Kredite</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>• langfristig</li> <li>• kurzfristig</li> <li>• Handelskredite</li> </ul> </li> <li>• <u>Reinvestierte Gewinne</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\geq 10\%</math></li> <li>• ja</li> <li>• ja</li> <li>• ja</li> <li>• ja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>&gt; 20\%</math> (bis 1989: <math>\geq 25\%</math>)</li> <li>• ja</li> <li>• ja (seit 1997)</li> <li>• ja (seit 1997)</li> <li>• ja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\geq 10\%</math></li> <li>• ja</li> <li>• ja</li> <li>• ja</li> <li>• ja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>&gt; 10\%</math> (bis 1995: <math>&gt; 20\%</math>)</li> <li>• ja</li> <li>• ja</li> <li>• ja</li> <li>• ja</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• keine</li> <li>• ja</li> <li>• ja</li> <li>• ja</li> <li>• nein</li> </ul>
Erfassung von unmittelbaren Direktinvestitionen	Frankreich	Japan	Italien	Niederlande	Irland
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Schwelle für <u>Kapitalbeteiligung</u></li> <li><u>Kredite</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>• langfristig</li> <li>• kurzfristig</li> <li>• Handelskredite</li> </ul> </li> <li>• <u>Reinvestierte Gewinne</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\geq 10\%</math> (bis 1993: <math>\geq 20\%</math>)</li> <li>• ja</li> <li>• ja (seit 1996)</li> <li>• nein</li> <li>• ja (seit 1997)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\geq 10\%</math></li> <li>• ja</li> <li>• ja</li> <li>• nein</li> <li>• ja (seit 1996)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\geq 20\%</math></li> <li>• nein</li> <li>• nein</li> <li>• nein</li> <li>• nein</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• keine</li> <li>• ja</li> <li>• ja</li> <li>• ja</li> <li>• ja (seit 1996)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <math>\geq 10\%</math></li> <li>• ja</li> <li>• ja</li> <li>• ja</li> <li>• nein</li> </ul>

Quellen: OECD, nationale Stellen.

### (1) Beteiligungsschwelle für unmittelbare Direktinvestitionen

Nach den Richtlinien des neuen IWF-Manual sollte eine grenzüberschreitende Unternehmensbeteiligung von 10 % oder mehr als Direktinvestition erfaßt werden.<sup>8</sup> Die Vereinigten Staaten, Japan, Irland, Frankreich (seit 1994) und Großbritannien (seit 1996) verwenden bereits eine Beteiligungsschwelle von 10 %. Belgien und die Niederlande orientieren sich an keiner spezifischen Beteiligungsschwelle, sondern entscheiden von Fall zu Fall, ob eine Direktinvestition nach der Definition des IWF vorliegt; sie berücksichtigen also auch Beteiligungen unterhalb der 10 %-Marke. Lediglich Deutschland und Italien wenden noch eine höhere Beteiligungsschwelle von 20 % an. Die höhere Beteiligungsschwelle in Deutschland könnte theoretisch einen gewissen Teil der Lücke zwischen den ausländischen und den deutschen Angaben über die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland erklären.<sup>9</sup> Dieser Teil wird jedoch wahrscheinlich sehr klein sein. Wie der IWF in einer Untersuchung über globale Diskrepanzen im internationalen Kapitalverkehr anhand der Bestandsdaten von 6 Ländern festgestellt hat, entfällt nämlich die überwiegende Zahl der grenzüberschreitenden Direktinvestitionen der Industrieländer auf Mehrheitsbeteiligungen (zwischen 83 % und 97 % auf der *Outflow*-Seite und sogar 94 % bis 96 % auf der *Inflow*-Seite), Minderheitsbeteiligungen zwischen 10 % und 20 % machen dagegen nur rund 1 % bis 2 % der Direktinvestitionsbestände aus.<sup>10</sup> Auch in Deutschland handelt es sich bei den grenzüberschreitenden Direktinvestitionen ganz überwiegend um Mehrheitsbeteiligungen. Von dem ausländischen Beteiligungsbesitz in Deutschland entfielen Ende 1994 sogar allein 69 ½ % auf 100 %-ige Auslandstöchter (8.540 Unternehmen von insgesamt 11.581 Unternehmen).<sup>11</sup>

### (2) Kredite

Während der IWF keine Unterscheidung nach der Laufzeit der Kredite trifft und alle Finanz- und Handelskredite zwischen dem Direktinvestor und dem Direktinvestitionsunternehmen einschließt<sup>12</sup>, haben in der Vergangenheit eine Reihe von Ländern - so auch Deutschland - nur Direktinvestitionskredite mit einer Laufzeit von mehr als 12 Monaten und keine kurzfristigen Kredite und Handelskredite in der Zahlungsbilanz erfaßt.

<sup>8</sup> Vgl. IWF, BoP-Manual, Ziffer 362, S. 86.

<sup>9</sup> Auf der *Outflow*-Seite müßte dagegen die Diskrepanz zwischen den deutschen und den ausländischen Daten größer werden, wenn man die deutschen Unternehmensbeteiligungen im Ausland mit einem Kapitalanteil zwischen 10 % und 20 % erfassen würde.

<sup>10</sup> Vgl. IWF (1992), S. 24f.

<sup>11</sup> Von dem deutschen Direktinvestitionsbestand im Ausland entfielen Ende 1994 67 % auf 100 %-ige Beteiligungen (13.436 Investitionsobjekte von insgesamt 21.424).

<sup>12</sup> Vgl. IWF, BoP-Manual, Ziffer 370, S. 88

Die Nicht-Berücksichtigung von kurzfristigen Krediten und Handelskrediten leistet einen Erklärungsbeitrag dafür, daß die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland nach den ausländischen Zahlen deutlich höher als nach den deutschen Angaben ausfallen. Eine Anpassung der deutschen Zahlungsbilanz an die neuen IWF-Richtlinien durch die nachträgliche Einbeziehung von kurzfristigen Krediten zwischen verbundenen Unternehmen, die die Bundesbank im Mai 1997 vorgenommen hat, führt dazu, daß die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland in dem betrachteten Zeitraum von 1984 bis 1994 nach vorläufigen Berechnungen um 13 Mrd DM zunehmen, wenn die Kreditbeziehungen nach dem sogenannten „Directional“-Prinzip erfaßt werden, das der IWF als neue Leitlinie vorgibt.<sup>13</sup> Nach diesem Prinzip muß eine Zunahme der Verbindlichkeiten und Forderungen eines inländischen Tochterunternehmens gegenüber der ausländischen Muttergesellschaft unter den Direktinvestitionen des Auslandes im Inland (als Neuanlage bzw. als Liquidation) aufgeführt werden, während die Zunahme der Verbindlichkeiten und Forderungen einer inländischen Muttergesellschaft gegenüber ihrer ausländischen Tochter unter den deutschen Direktinvestitionen im Ausland (als Liquidation bzw. Neuanlage) zugeordnet wird. Noch stärker würden die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland steigen (um 64 ½ Mrd DM), wenn man die kurzfristigen Kreditbeziehungen nach dem sogenannten Asset/Liability-Prinzip erfaßt.<sup>14</sup>

Während die Einbeziehung der kurzfristigen Kredite einen Teil der Lücke zwischen den deutschen und den ausländischen Angaben über die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland schließt, wird die Diskrepanz zwischen den deutschen und den ausländischen Zahlen auf der Outflow-Seite dadurch größer, und zwar um rund 16 Mrd DM bei Anwendung des Directional-Prinzips und 68 Mrd DM beim Asset/Liability-Prinzip. Eine Vorstellung über die Bedeutung der kurzfristigen Kreditbeziehungen bei den Direktinvestitionen vermitteln auch die Veränderungen der Bestandsdaten, auf die im nächsten Abschnitt 2.3 näher eingegangen wird.

---

<sup>13</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (1997a).

<sup>14</sup> Beim Asset/Liability-Prinzip werden die Netto-Veränderungen der Forderungen inländischer Unternehmen gegenüber verbundenen Unternehmen im Ausland den Direktinvestitionen im Ausland zugeordnet, unabhängig davon, ob es sich um Forderungen einer inländischen Muttergesellschaft gegenüber einer ausländischen Tochtergesellschaft oder um solche einer inländischen Tochtergesellschaft gegenüber der ausländischen Mutter handelt. Umgekehrt rechnet man die Netto-Veränderungen der Verbindlichkeiten inländischer Unternehmen gegenüber verbundenen Unternehmen im Ausland den Direktinvestitionen des Auslandes im Inland zu. Soweit andere Länder dieses Prinzip bei der Erfassung der Kreditbeziehungen zwischen verbundenen Unternehmen verwenden (worüber keine genauen Informationen vorliegen), sind deren Direktinvestitionen in Deutschland - gemessen an der neuen IWF-Richtlinie - zu hoch ausgewiesen. Gleichzeitig würde dies einen weiteren Teil der Kluft zwischen den ausländischen und den deutschen Daten auf der Inflow-Seite erklären.

An dieser Stelle sei noch angemerkt, daß man sicherlich geteilter Meinung darüber sein kann, ob kurzfristige Kreditbeziehungen und Handelskredite - so wie es das neue IWF-Manual vorschreibt - unter den Direktinvestitionen erfaßt werden sollten. Kredite zwischen verbundenen Unternehmen haben nämlich eine andere Qualität als Beteiligungen am Eigenkapital.

### (3) Reinvestierte Gewinne

Reinvestierte Gewinne werden in der deutschen Zahlungsbilanz im Gegensatz zu den meisten anderen Ländern schon seit längerem unter den Direktinvestitionen erfaßt und gesondert ausgewiesen, allerdings nur für direkte Beteiligungen. Neben Deutschland haben in dem betrachteten Zeitraum von 1984 bis 1994 nur die Vereinigten Staaten und Großbritannien reinvestierte Gewinne in ihren Zahlungsbilanzen ausgewiesen. Die Niederlande erfassen zwar schon seit vielen Jahren reinvestierte Gewinne, weisen sie aber erst seit 1996 in ihrer Zahlungsbilanz aus. Japan und Frankreich berücksichtigen seit 1996 bzw. 1997 reinvestierte Gewinne. Für die reinvestierten Gewinne gibt es in der deutschen Zahlungsbilanzstatistik im Gegensatz zu den Eigenkapital- und Kredittransaktionen allerdings keine direkte Meldepflicht. Für das laufende Jahr werden die reinvestierten Gewinne geschätzt und für die davor liegenden Jahre werden die Zahlen mit Hilfe der eingehenden Daten aus den Bilanzen der zur deutschen Bestandstatistik meldenden Unternehmen korrigiert. Der IWF gibt zwar eine detaillierte Anleitung zur Berechnung der reinvestierten Gewinne<sup>15</sup>, die nationalen Praktiken unterscheiden sich in dieser Hinsicht jedoch noch beträchtlich und werden auch stark vom jeweiligen Steuersystem und den Bilanzvorschriften beeinflusst. Zudem können auch Unterschiede in den Erhebungsverfahren zu Diskrepanzen in den Zahlen führen.

Die Nicht-Berücksichtigung der reinvestierten Gewinne durch sechs der betrachteten acht Partnerländer Deutschlands im Zeitraum 1984 bis 1994 kann auf der *Outflow*-Seite einen Teil der Diskrepanz zwischen den deutschen und den ausländischen Angaben erklären. In der deutschen Zahlungsbilanz sind nämlich von 1984 bis 1994 Netto-Kapitalabflüsse in Höhe von 15 ½ Mrd DM durch die Anlage von reinvestierten Gewinnen in Belgien/Luxemburg, Frankreich, Italien, Irland, Japan und in den Niederlanden erfaßt, die von den betrachteten Ländern nicht als Zuflüsse verbucht wurden. Auf der *Inflow*-Seite leisten die

---

<sup>15</sup> Vgl. BoP-Compilation Guide, Ziffern 602-613, S. 136 f.

unterschiedlichen Erfassungsmethoden bei den reinvestierten Gewinnen für diesen Länderkreis allerdings keinen Erklärungsbeitrag für die Gesamtdiskrepanz. In der deutschen Zahlungsbilanz gleichen sich die Kapitalzuflüsse und -abflüsse durch reinvestierte Gewinne von ausländischen Unternehmen aus den betrachteten 6 Ländern in Deutschland im gesamten Zeitraum nämlich aus.

Tabelle 5

**Amerikanische Direktinvestitionen in Deutschland (1984-94)**

in Mrd DM, Netto-Kapitalanlagen: +

	Eigenkapital	Reinvestierte Gewinne	Kredite	Insgesamt
U.S.-Zahlungsbilanz	+6,8	+20,6	+4,0	+31,4
Deutsche Zahlungsbilanz	-3,9	-6,1	+4,0	-6,0
Differenz	+10,7	+26,7	+0,0	+37,4

Wie ein bilateraler Vergleich zeigt, ergibt sich jedoch eine große Diskrepanz zwischen den deutschen und den amerikanischen Zahlungsbilanzdaten über die reinvestierten Gewinne von U.S.-Unternehmen in Deutschland (Tabelle 5). Nach den deutschen Angaben haben amerikanische Tochterunternehmen in dem betrachteten Zeitraum per saldo 6 Mrd DM in Deutschland desinvestiert, während nach den U.S.-Daten die amerikanischen Direktinvestitionen durch die „Wiederanlage“ von reinvestierten Gewinnen von U.S.-Firmen in Deutschland um 20 ½ Mrd DM zugenommen haben. Die Differenz von 26 ½ Mrd DM erklärt mehr als zwei Drittel der gesamten Diskrepanz zwischen den amerikanischen und den deutschen Angaben über die amerikanischen Direktinvestitionen in Deutschland. Sie dürfte zum größten Teil auf unterschiedliche Methoden der Berechnung der reinvestierten Gewinne zurückzuführen sein. Daneben könnte eine Rolle spielen, daß die Vereinigten Staaten (bislang als einziges Land) auch die reinvestierten Gewinne von mittelbaren Beteiligungen im Ausland erfassen.<sup>16</sup>

<sup>16</sup> Die restliche Diskrepanz zwischen den amerikanischen und den deutschen Daten resultiert aus unterschiedlichen Angaben über die Entwicklung der Kapitalbeteiligungen von U.S.-Unternehmen in Deutschland. Nach der amerikanischen Zahlungsbilanz nahmen diese in dem betrachteten Zeitraum um netto 7 Mrd DM zu, während in der deutschen Zahlungsbilanz per saldo Desinvestitionen von 4 Mrd DM erscheinen. Die hohe Differenz von 11 Mrd DM dürfte zu einem bestimmten Teil mit der niedrigeren Beteiligungsschwelle für unmittelbare Direktinvestitionen und der „breiteren“ Erfassung der mittelbaren Direktinvestitionen in der amerikanischen Zahlungsbilanz zu erklären sein.

#### (4) Erfassung von mittelbaren Direktinvestitionen

Nach den Richtlinien des IWF können Direktinvestitionsunternehmen sein: Zweigniederlassungen bzw. Filialen (*branches*) mit einem 100%-igen Kapitalanteil, Tochtergesellschaften (*subsidiaries*), an denen der Direktinvestor einen Anteil von mehr als 50 % hält, sowie Minderheitsbeteiligungen (*associates*) zwischen 10 % und 50 %. Eine Direktinvestitionsbeziehung erstreckt sich nicht nur auf die direkten Beteiligungen, sondern auch auf indirekte (mittelbare) Beteiligungen an ausländischen Unternehmen. Darunter fallen alle Zweigniederlassungen eines Direktinvestitionsunternehmens, die Minderheitsbeteiligungen von Tochtergesellschaften (*associates of subsidiaries*) sowie die Töchter von Minderheitsbeteiligungen (*subsidiaries of associates*). Lediglich die *associates of associates* werden nicht als Teil des Direktinvestitionsverbundes betrachtet.

Das neue IWF-Manual sieht vor, daß die finanziellen Transaktionen zwischen Investoren und mittelbaren Beteiligungen im Ausland als Direktinvestitionen erfaßt werden. In der deutschen Zahlungsbilanz werden Kredite, jedoch noch nicht die Eigenkapitaltransaktionen zwischen solchen Unternehmen berücksichtigt. Bei der Erfassung der Kreditbeziehungen zu mittelbaren Direktinvestitionsunternehmen wendet die deutsche Zahlungsbilanzstatistik die Definition der deutschen Bestandsstatistik an: Eine mittelbare Direktinvestition eines deutschen Unternehmens im Ausland liegt danach vor, wenn ein gebietsfremdes Unternehmen, an dem das deutsche Unternehmen mit mehr als 50 % beteiligt ist (dieses gilt dann als „abhängiges“ Unternehmen) selbst an weiteren ausländischen Unternehmen mit mehr als 20 % beteiligt ist.<sup>17</sup> Ist das abhängige Unternehmen an einem anderen gebietsfremden Unternehmen zu 100 % beteiligt, so gilt auch das andere Unternehmen und unter der Voraussetzung der 100 %-igen Beteiligung jedes weitere Unternehmen als „abhängig“. Die Beteiligungen dieser weiteren abhängigen Unternehmen an ausländischen Unternehmen, soweit sie mehr als 20 % der Anteile oder Stimmrechte umfassen, gelten ebenfalls als mittelbare Direktinvestitionen. Als mittelbare Beteiligungen von Ausländern in Deutschland gelten dagegen nur Unternehmensbeteiligungen von mehr als 20 %, die über ein inländisches Unternehmen „vermittelt“ werden, an dem der Direktinvestor mehr als 50 % der Anteile hält. Allerdings wird in diesem Zusammenhang der Begriff des „Direktinvestors“ weitreichender definiert als bei den deutschen Direktinvestitionen im Ausland. Als Direktinvestoren werden auch wirtschaftlich verbundene ausländische Investoren angesehen, wenn sie gemeinsame wirtschaftliche Interessen verfolgen. Dies gilt z.B., wenn sie das deutsche Unternehmen

---

<sup>17</sup> In der deutschen Bestandsstatistik werden sowohl die Eigenkapitalanteile als auch die Kredite an mittelbare Direktinvestitionsunternehmen erfaßt. Vgl. dazu näher den folgenden Abschnitt 2.3.

gemeinsam gegründet haben, in familienrechtlichen Beziehungen zueinander stehen oder im Sinne von § 13 AktG miteinander verbunden sind.

Die Unterschiede in der Abgrenzung der mittelbaren Direktinvestitionen zwischen dem IWF-Manual und der Praxis der Bundesbank werden anschaulicher, wenn man die im Schaubild 1 gezeigten Beispiele betrachtet. Nach der deutschen Regelung gelten als mittelbare deutsche Direktinvestitionen im Ausland die grau unterlegten Unternehmen B, L, M, N, P und R.<sup>18</sup> Nach den Regelungen des IWF müßten zusätzlich noch die schraffierten Unternehmen C, E, O und Q als mittelbare deutsche Direktinvestitionen im Ausland erfaßt werden. Von den ausländischen Beteiligungen in Deutschland werden die grau unterlegten Unternehmen G, J, L und P in der deutschen Statistik als mittelbare ausländische Beteiligungen angesehen. Nach den Richtlinien des IWF wären zusätzlich die schraffierten Unternehmen D, E, H, K und Q als mittelbare Direktinvestitionen des Auslands in Deutschland zu berücksichtigen.

Die beiden Beispiele zeigen, daß in der deutschen Statistik vor allem auf der *Inflow*-Seite eine Reihe von Beteiligungsverflechtungen zwischen ausländischen und deutschen Unternehmen noch nicht als mittelbare Direktinvestitionen angesehen werden, die in Zukunft bei einer weiteren Anpassung an das IWF-Manual berücksichtigt werden müßten. Inwieweit die Nicht-Erfassung von mittelbaren Eigenkapitalbeteiligungen und die nur teilweise Erfassung der Kreditbeziehungen bei mittelbaren Direktinvestitionen einen Erklärungsbeitrag für die große Gesamtdiskrepanz zwischen den ausländischen und deutschen Angaben über die Direktinvestitionen ausländischer Unternehmen in Deutschland leisten können, ist jedoch nur schwer abzuschätzen, da für die meisten Länder keine detaillierten Informationen über die Erfassungspraxis bei mittelbaren Direktinvestitionen vorliegen.

Neben den genannten Unterschieden in der Erfassung der Direktinvestitionen gibt es noch eine Reihe weiterer Gründe für internationale Diskrepanzen in den Direktinvestitionsdaten, wie beispielsweise die unterschiedliche Behandlung von Transaktionen sogenannter *Special Purpose Entities* oder die Erfassung von Grundvermögen. Darüberhinaus führen nicht zuletzt auch unterschiedliche Erfassungsverfahren (Anknüpfung an Meldungen im Zahlungsverkehr oder die Gewinnung von Befragungsdaten) zu differierenden Angaben über die Direktinvestitionsströme.<sup>19</sup>

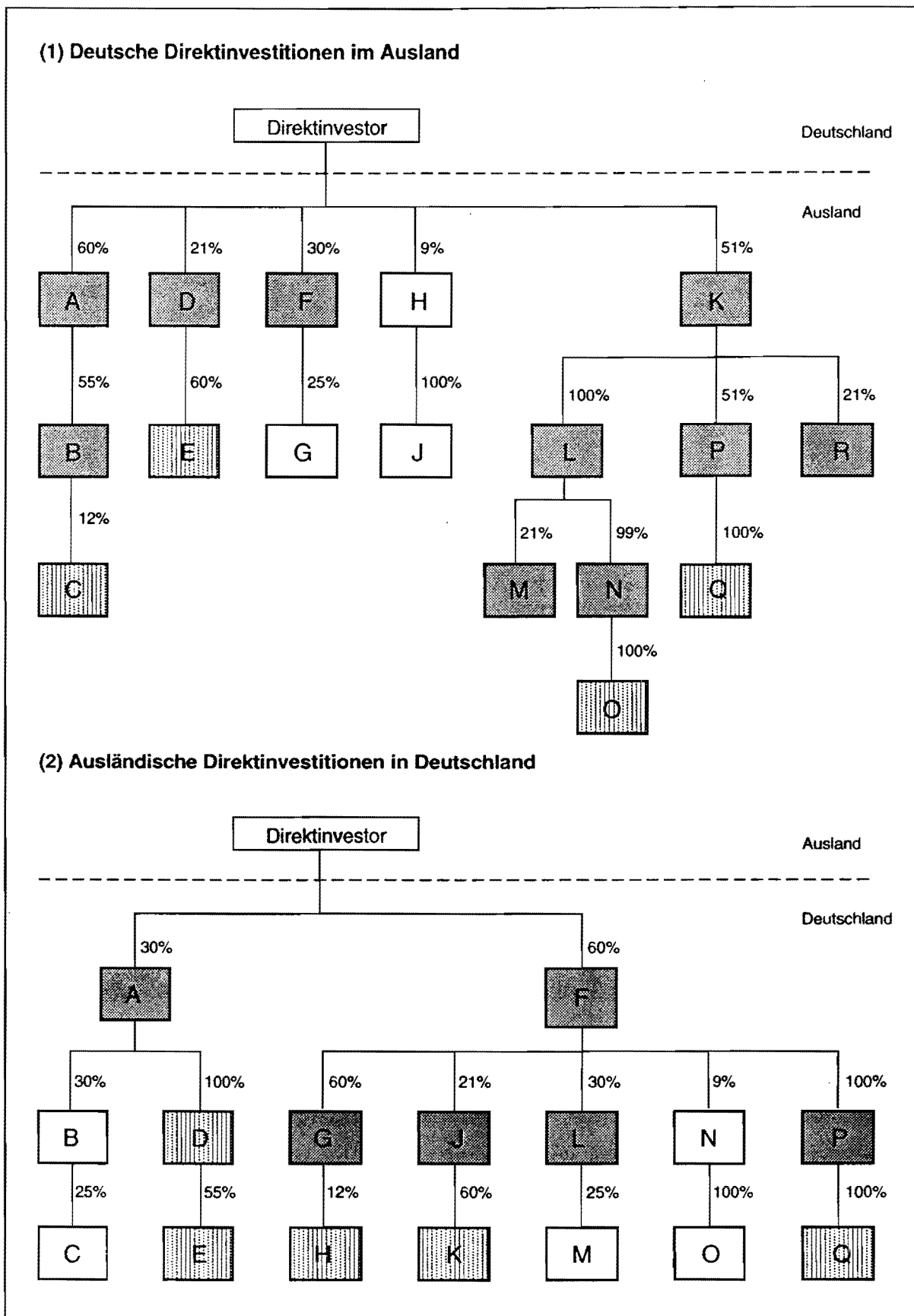
---

<sup>18</sup> Unmittelbare deutsche Direktinvestitionen im Ausland sind die Unternehmen A, D, F und K.

<sup>19</sup> Vgl. dazu die Untersuchung des IWF (1992), S. 25ff. sowie Deutsche Bundesbank (1997a).



**Unterschiede bei der Erfassung von mittelbaren Direktinvestitionen zwischen dem IWF-Manual und den deutschen Regelungen \*)**



\*) Nach der deutschen Regelung gelten die grau unterlegten Unternehmen als Direktinvestitionsunternehmen. Nach dem IWF-Manual gelten zusätzlich die mit einer Schraffur unterlegten Unternehmen als Direktinvestitionsunternehmen.

Ein Beispiel für einen Sonderfall sind die national unterschiedlichen Praktiken bei der Verbuchung deutscher Vermögensanlagen in Irland: Bei den hohen Direktinvestitionen von deutschen Unternehmen in Irland Anfang der neunziger Jahre (allein 1989 bis 1991: netto 12 ½ Mrd DM) handelte es sich fast ausschließlich um steuerlich bedingte Übertragungen von Vermögensanlagen inländischer Anleger auf „passive“ Vermögensverwaltungsgesellschaften irischen Rechts, die wirtschaftlich betrachtet eigentlich Portfolioinvestitionen darstellten. Aufgrund der Zwischenschaltung einer ausländischen Tochtergesellschaft wurden sie in der deutschen Zahlungsbilanz im Gegensatz zu der irischen Zahlungsbilanz jedoch als Direktinvestitionen in Irland erfaßt.

Zusammenfassend kann festgehalten werden: Die Diskrepanzen zwischen den deutschen und den ausländischen Zahlungsbilanzdaten über Direktinvestitionen können eine Vielzahl von Ursachen haben, die auf Basis der bislang vorliegenden Informationen nur ansatzweise quantifiziert werden können. Auf der *Outflow*-Seite vermindert sich die Differenz zwischen den deutschen und den ausländischen Angaben (von rund 60 Mrd DM im Zeitraum 1984-94) um rund die Hälfte, wenn man berücksichtigt, daß in der deutschen Zahlungsbilanz Direktinvestitionsanlagen von rund 15 Mrd DM durch reinvestierte Gewinne in 6 Ländern „verbucht“ sind, die von den Empfängerländern nicht in der Zahlungsbilanz als Direktinvestitionen erfaßt wurden. Zudem enthalten die Netto-Kapitalanlagen in Irland in Höhe von rund 15 Mrd DM zum allergrößten Teil Vermögensanlagen, die in der irischen Zahlungsbilanz nicht als Direktinvestitionen klassifiziert wurden. Auf der *Inflow*-Seite erklärt sich die hohe Lücke zwischen den ausländischen und den deutschen Zahlen (rund 100 Mrd DM) zum Teil dadurch, daß in der deutschen Zahlungsbilanz bis 1996 kurzfristige Kredite und Handelskredite zwischen verbundenen Unternehmen noch nicht erfaßt wurden. Zudem erfassen möglicherweise einige Länder die Kreditbeziehungen zwischen verbundenen Unternehmen noch nach dem Asset/Liability-Prinzip, das im Ergebnis zu einer Aufblähung der Direktinvestitionsströme und damit tendenziell auch der ausländischen Direktinvestitionsanlagen in Deutschland führt. Darüberhinaus weisen die Vereinigten Staaten aufgrund eines „weiteren“ Direktinvestitionsbegriffs deutlich höhere reinvestierte Gewinne und Kapitalbeteiligungen in Deutschland aus (zusammengenommen rund 37 ½ Mrd DM).

Für die empirische Analyse der Determinanten der grenzüberschreitenden Direktinvestitionen legen die Diskrepanzen zwischen den deutschen und den ausländischen Daten folgendes Vorgehen nahe: Da sich die deutschen und ausländischen Direktinvestitionsdaten auf der *Outflow*-Seite nicht so stark unterscheiden, können sich ökonometrische Untersuchungen der Bestimmungsgründe der deutschen Direktinvestitionen im Ausland auf die deutschen Zahlungsbilanzdaten stützen. Sie stehen als Quartalsdaten für einen langen Zeitraum von über 20 Jahren zur Verfügung, sodaß ein Kointegrationsansatz für die ökonometrische Schätzung verwendet werden kann (siehe dazu Abschnitt 4.3.).

Tabelle 6

## Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland, Frankreich und Großbritannien

- Mrd US-Dollar -

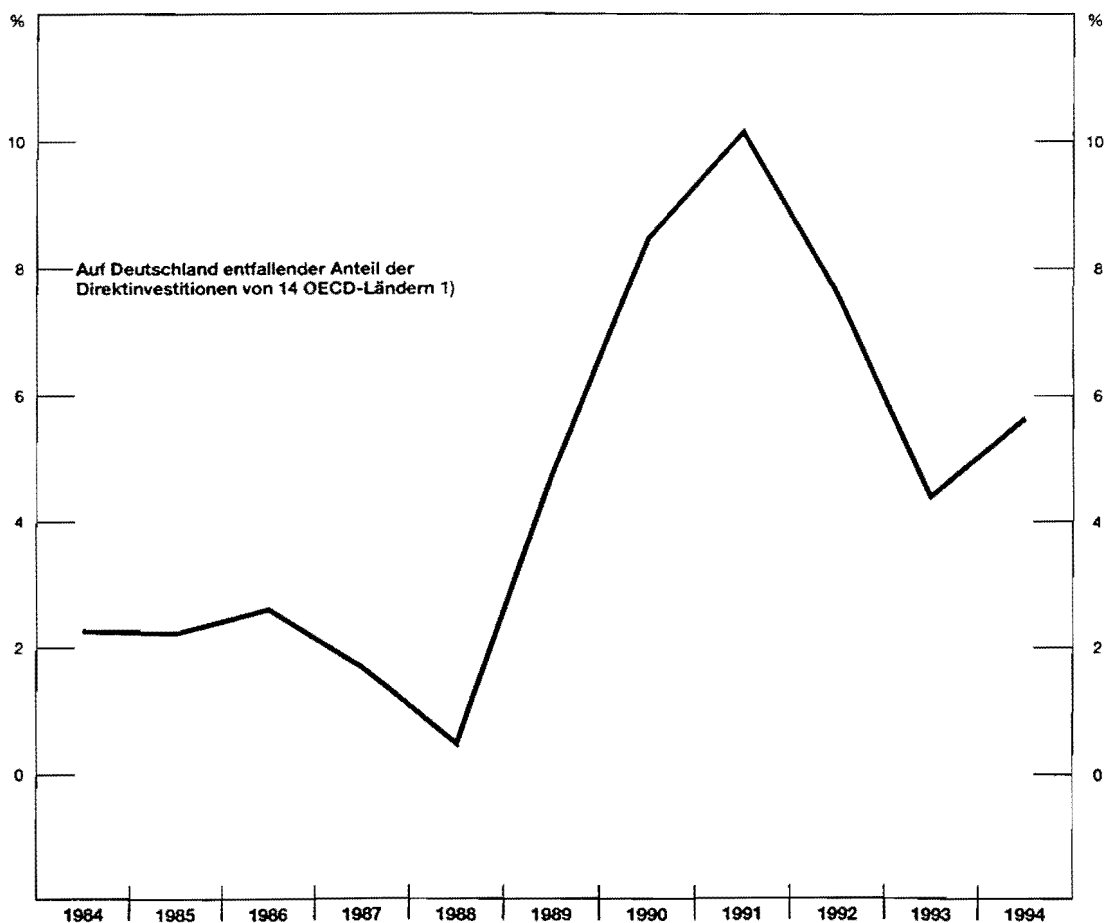
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1984/94
<b>nationale Statistiken der Empfängerländer</b>												
Deutschland	0,5	0,5	1,3	2,0	0,3	7,0	1,2	3,8	2,5	1,3	0,7	21,1
Frankreich	2,0	1,9	2,4	4,4	7,1	9,4	8,7	11,1	15,3	11,8	11,0	85,1
Großbritannien	-0,4	4,6	7,0	12,9	20,3	28,1	28,1	14,9	14,2	12,9	9,4	152,4
<b>nationale Statistiken der Geberländer</b>												
Deutschland	1,0	1,1	2,1	2,2	0,8	9,8	16,2	15,7	11,7	8,1	11,6	80,3
Frankreich	1,4	2,1	2,5	3,6	8,6	8,8	10,3	12,1	13,0	4,7	9,9	77,0
Großbritannien	5,6	5,9	6,3	13,2	16,7	29,2	25,8	22,4	15,8	37,8	16,0	194,7

Quelle: OECD.

Bei der Analyse der Bestimmungsgründe der ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland und der relativen Attraktivität des Standorts Deutschland (wie auch der anderer Länder) für multinationale Unternehmen sollte allerdings entgegen der bislang üblichen Praxis aufgrund der international stark differierenden Erfassungspraxis bei den Direktinvestitionsströmen besser auf die Daten der Investorenländer zurückgegriffen werden.<sup>20</sup> Die einzelnen Investorenländer besitzen zwar alle sehr unterschiedliche Erfassungsmethoden. Geht man jedoch davon aus, daß sie ihre ausfließenden Direktinvestitionen regional nach den gleichen Prinzipien erfassen, so ist der "statistische Fehler" bei einem Vergleich der Direktinvestitionszuflüsse verschiedener Zielländer auf Basis der Daten der Investoren geringer als bei einem Vergleich der Zuflüsse auf der Grundlage der nationalen Daten.<sup>21</sup>

### Relative Attraktivität Deutschlands für Direktinvestitionen der Industrieländer

Schaubild 2



1) Australien, Österreich, Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Italien, Japan, Norwegen, Niederlande, Spanien, Schweden, Großbritannien, Vereinigte Staaten.

<sup>20</sup> Eine länderübergreifende Zeitreihenanalyse der Determinanten ausländischer Direktinvestitionen in Deutschland auf Basis der Zahlungsbilanzdaten der Investorenländer findet sich in Abschnitt 4.1.

<sup>21</sup> Der "statistische Fehler" bei der Verwendung der Daten der Investorenländer ist abhängig von der Struktur der ausfließenden Direktinvestitionen. Investieren beispielsweise die Vereinigten Staaten, die die Direktinvestitionen in einer vergleichsweise breiten Abgrenzung erfassen, traditionell sehr viel in Großbritannien, so werden die nach Großbritannien einfließenden Direktinvestitionen gegenüber anderen Zielländern "überzeichnet", die relativ wenige Direktinvestitionen von U.S.-Firmen erhalten.

Vergleicht man zum Beispiel die Direktinvestitionszuflüsse nach Deutschland mit den Direktinvestitionsimporten von Frankreich und Großbritannien, den "unmittelbaren" Konkurrenten Deutschlands für ausländisches unternehmerisches Kapital, so ergibt sich je nach verwendeten Daten ein völlig anderes Bild (Tabelle 6). Nach den nationalen Zahlungsbilanzdaten konnte Deutschland im betrachteten Zeitraum von 1984 bis 1994 per saldo nur ausländische Direktinvestitionen in Höhe von 21 Mrd US-Dollar auf sich ziehen, während Frankreich viermal so viel (85 Mrd Dollar) und Großbritannien siebeneinhalbmal so viel Auslandskapital (152 ½ Mrd Dollar) anlockten. Blickt man dagegen aus der Perspektive der Investorenländer, so legten diese per saldo 80 ½ Mrd Dollar in Deutschland an, d.h. viermal so viel wie nach den nationalen Daten. Deutschland lag damit sogar knapp vor Frankreich (77 Mrd Dollar). Großbritannien bleibt zwar mit 194 ½ Mrd Dollar Netto-Zuflüssen der attraktivste Standort für ausländische Direktinvestitionen. Der Abstand zu Deutschland fällt jedoch gegenüber den nationalen Zahlungsbilanzangaben deutlich geringer aus. Wie Schaubild 2 zeigt, schwankte der insgesamt auf Deutschland entfallende Teil der Direktinvestitionen aus dem OECD-Bereich (nach den Daten der Investorenländer) in den Jahren 1984 bis 1994 von ½ % bis 10 %. Die relative Position Deutschlands als Empfängerland von Direktinvestitionen ist danach über einen längeren Zeitraum von über 10 Jahren deutlich besser als nach den üblichen „Länderrankings“ auf Basis der nationalen Zahlungsbilanzdaten, in denen Deutschland neben Japan und Italien meist das Schlußlicht unter den großen Industrieländern bildet.<sup>22</sup>

### 2.3. Veränderung der Direktinvestitionsbestände

Umfassendere Angaben über die Entwicklung der grenzüberschreitenden Direktinvestitionen als in der Zahlungsbilanzstatistik lassen sich der Statistik der Deutschen Bundesbank über die Kapitalverflechtung der Unternehmen mit dem Ausland entnehmen, die auf Bestandsmeldungen inländischer Unternehmen und Privatpersonen über das Vermögen Gebietsansässiger in fremden Wirtschaftsgebieten und das Vermögen von Ausländern in Deutschland basiert.<sup>23</sup> Die Bestandsstatistik zeigt die Entwicklung des Beteiligungskapitals und der Kredite zwischen verbundenen Unternehmen, gegliedert nach Regionen und

<sup>22</sup> Im Zeitraum von 1985 bis 1995 liegt Deutschland nach einer Tabelle der WTO (1996) auf Basis der jeweiligen nationalen Zahlungsbilanzdaten beispielsweise nur auf Platz 15 der größten Empfängerländer von Direktinvestitionen.

<sup>23</sup> Die Daten zur Bestandsstatistik finden sich in der Statistischen Sonderveröffentlichung 10 der Deutschen Bundesbank („Kapitalverflechtung mit dem Ausland“) und werden in Zweijahresabständen umfassend analysiert. Vgl. z.B. Deutsche Bundesbank (1993, 1995 und 1997b).

Wirtschaftszweigen. Zudem erfaßt sie verschiedene Kenngrößen der Direktinvestitionsunternehmen, wie die Entwicklung der Anzahl der Beschäftigten, des Jahresumsatzes und der Bilanzsumme, die genauere Aussagen über die wirtschaftlichen Aktivitäten und den Erfolg von grenzüberschreitenden Direktinvestitionen erlauben. Im folgenden sollen die Entwicklung des deutschen Direktinvestitionsbestandes im Ausland und des ausländischen Beteiligungsbesitzes im Inland kurz skizziert und mit den Zahlungsbilanzdaten verglichen werden.

Tabelle 7

**Veränderung des ausländischen Direktinvestitionsbestandes in Deutschland**

- in Mrd DM -

	Bestands- veränderung 1)	zum Vergleich: Zahlungs- bilanzstatistiken	
		deutsche Zahlungs- bilanz	ausländische Zahlungs- bilanzen 2)
1984	3,7	1,5	2,8
1985	6,1	1,6	3,3
1986	4,8	2,5	4,7
1987	6,7	3,3	4,0
1988	7,2	2,0	1,3
1989	17,5	13,3	18,5
1990	24,0	4,0	26,1
1991	21,1	6,8	26,0
1992	9,9	4,2	18,3
1993	14,3	2,9	13,4
1994	21,0	1,1	18,9
1984/94	+136,3	+43,2	+137,2

1) Veränderung der unmittelbaren Bestände. Ab 1990 erweiterte statistische Erfassung. Die Bestandsstatistik ist aufgrund der unterschiedlichen Bewertung des Beteiligungskapitals nicht direkt mit der Zahlungsbilanzstatistik vergleichbar.-

2) Daten von 18 OECD-Ländern (Österreich, Australien, Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Italien, Japan, Norwegen (ab 1986), Niederlande, Neuseeland (ab 1991), Portugal (ab 1989), Spanien, Schweden, Schweiz (ab 1993), Türkei (ab 1989), Großbritannien, Vereinigte Staaten). Auf diesen Länderkreis entfielen Ende 1994 rund 95 % des Bestandes ausländischer Direktinvestitionen in Deutschland.

Quellen: Deutsche Bundesbank, OECD.

Die Veränderungen der Direktinvestitionsbestände sind mit den entsprechenden Transaktionen in der Zahlungsbilanz aufgrund unterschiedlicher Bewertungen allerdings nur eingeschränkt vergleichbar. Während nämlich in die Bestandsrechnung die Buchwerte aus den Bilanzen eingehen, hinter denen sich beträchtliche stille Reserven verbergen können, schlagen sich in der Zahlungsbilanz die Marktwerte der Transaktionen nieder, d. h., es werden die Kaufsummen erfaßt, die für den Erwerb oder die Veräußerung einer Unternehmensbeteiligung tatsächlich gezahlt wurden.<sup>24</sup> Das ausländische Unternehmensvermögen in Deutschland in der Form von unmittelbaren Eigenkapitalbeteiligungen, einschließlich der vom Ausland aus gewährten konzerninternen Kredite, ist in dem hier betrachteten Analysezeitraum von Ende 1983 bis Ende 1994 um 136 ½ Mrd DM gestiegen (Tabelle 7).<sup>25</sup> Diese Zunahme entspricht fast genau dem in den ausländischen Zahlungsbilanzen von 18 OECD-Ländern verzeichneten Anstieg der Direktinvestitionen in Deutschland (137 Mrd DM). Auch die jährliche Veränderung des ausländischen Direktinvestitionsbestandes in Deutschland verlief weitgehend ähnlich wie die Entwicklung der ausländischen Direktinvestitionen nach den Zahlungsbilanzdaten der 18 OECD-Länder. Der ausländische Beteiligungsbesitz hat in den Jahren 1990 und 1991 am stärksten zugenommen (um 24 Mrd DM bzw. um 21 Mrd DM). In den folgenden beiden Jahren, als die deutsche Wirtschaft bei einer deutlichen Konjunkturabschwächung einen tiefgreifenden Umstrukturierungsprozeß durchlief, ließ das ausländische Engagement in Deutschland spürbar nach.

Der Anstieg des ausländischen Direktinvestitionsbestandes in Deutschland steht allerdings in einem starken Kontrast zu den Informationen aus der deutschen Zahlungsbilanzstatistik, nach der die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland im betrachteten Zeitraum nur um 43 Mrd DM zunahmen. Die Diskrepanz in Höhe von 93 Mrd DM ist zu einem größeren Teil darauf zurückzuführen, daß in der Bestandsstatistik im Gegensatz zur Zahlungsbilanzstatistik schon seit längerem nicht nur die langfristige Kreditgewährung der ausländischen Kapitaleigner und anderer verbundener Unternehmen im Ausland, sondern auch alle übrigen Kredite (vor allem kurzfristige Kredite und Handelskredite) als Direktinvestitionen erfaßt werden. Konzerninterne Kreditbeziehungen haben nämlich auf der Seite der ausländischen Vermögensanlagen in Deutschland - wahrscheinlich aus steuerlichen Gründen<sup>26</sup> - vor allem in den 90er Jahren eine große Rolle gespielt. Im Zeitraum von Ende 1989 bis Ende

<sup>24</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (1993), S. 35f.

<sup>25</sup> Hier wird nur die Entwicklung der unmittelbaren Direktinvestitionsbestände nachgezeichnet, da diese eher mit den Zahlungsbilanztransaktionen verglichen werden können, die nur unmittelbare aber keine mittelbaren Kapitalbeteiligungen enthalten.

<sup>26</sup> Vgl. dazu auch die näheren Ausführungen im Abschnitt 3.4., S. 34ff.

### Entwicklung der Vermögensbestände und der Transaktionen in unmittelbaren Direktinvestitionen

- in Mrd DM -

	Unmittelbare ausländische Direktinvestitionen in Deutschland	Unmittelbare deutsche Direktinvestitionen im Ausland
Stand des Direktinvestitionsvermögens Ende 1983	<b>81,1</b>	<b>106,6</b>
Zahlungen für Beteiligungen laut Zahlungsbilanz	+7,6	+81,3
Wertänderungen durch Wechselkurse		-19,8
Reinvestierte Gewinne	+2,6	+21,1
Langfristige Kredite durch Eigner laut Zahlungsbilanz	+12,0	+10,0
Kurzfristige Kredite und Handelskredite	+0,0	-0,6
Abweichungen zwischen Transaktions- und bilanzierten Buchwerten und sonstige Einflüsse	+23,8	-13,3
Stand des Direktinvestitionsvermögens Ende 1989	<b>127,1</b>	<b>185,3</b>
Zunahme durch erweiterte statistische Erfassung <sup>1)</sup>	+27,6	+9,6
Stand des Direktinvestitionsvermögens Ende 1989	<b>154,7</b>	<b>194,9</b>
Zahlungen für Beteiligungen laut Zahlungsbilanz	+17,7	+135,1
Wertänderungen durch Wechselkurse		-14,5
Reinvestierte Gewinne	-15,2	+10,2
Langfristige Kredite durch Eigner laut Zahlungsbilanz	+20,5	+0,0
Kurzfristige Kredite und Handelskredite	+34,3	+15,6
Abweichungen zwischen Transaktions- und bilanzierten Buchwerten und sonstige Einflüsse	+33,0	-11,5
Stand Ende 1994	<b>245,0</b>	<b>329,8</b>

1) Ab 1989 geänderte statistische Erfassung. Die dadurch bedingte Zunahme des Direktinvestitionsbestandes ist hauptsächlich auf die Einbeziehung der Kredite verbundener Unternehmen und zu einem kleineren Teil auf die Herabsetzung der Beteiligungsgrenze (von 25 % auf 20 %) zurückzuführen.



1994 ist die Lücke zwischen der in der Bestands- und Zahlungsbilanzstatistik verzeichneten Zunahme der ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland in Höhe von 71 ½ Mrd DM zu 48 % (34 ½ Mrd DM) auf kurzfristige Kredite und Handelskredite zurückzuführen (Tabelle 8). Abweichungen zwischen den Transaktionswerten und den bilanzierten Buchwerten der Beteiligungen sowie sonstige Einflüsse machen 46 % der Diskrepanz aus (33 Mrd DM).<sup>27</sup> Die relativ große Bedeutung der konzerninternen Kreditvergabe auf der Seite der ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland wird auch deutlich, wenn man die Struktur des ausländischen Beteiligungskapitals betrachtet (Tabelle 9). Ende 1994 entfielen 51 % (124 Mrd DM) des unmittelbaren ausländischen Direktinvestitionsbestandes auf Kredite der ausländischen Kapitaleigner und anderer verbundener Unternehmen. Das unmittelbare Beteiligungskapital machte dagegen nur 49 % (121 Mrd DM) aus.

Tabelle 9

### Deutsche Direktinvestitionen im Ausland und ausländische Direktinvestitionen in Deutschland nach der Art der Kapitalverflechtung

- Stand am Jahresende, in Mrd DM -

	Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland		Deutsche Direktinvestitionen im Ausland	
	1989	1994	1989	1994
<b>Unmittelbares und mittelbares Beteiligungskapital</b>	<b>85,5</b>	<b>120,9</b>	<b>141,7</b>	<b>261,1</b>
Direkte Anteile am Nominalkapital	56,8	75,0	73,8	145,6
Direkte anteilige Rücklagen	28,7	45,9	67,9	115,5
<b>Kredite verbundener Unternehmen</b>	<b>69,3</b>	<b>124,1</b>	<b>53,1</b>	<b>68,7</b>
Direkte Kredite von ausländischen/ deutschen Kapitaleignern 1)	41,6	61,1	43,5	54,1
Kredite anderer verbundener Unternehmen im Ausland/in Deutschland 1)	27,7	63,0	9,6	14,6
<b>Summe der unmittelbaren Direktinvestitionen</b>	<b>154,7</b>	<b>245,0</b>	<b>194,9</b>	<b>329,8</b>

1) Darin enthalten sind auch direkte Kredite an Unternehmen mit indirekter deutscher bzw. ausländischer Kapitalbeteiligung.

<sup>27</sup> In den achtziger Jahren ist die Differenz zwischen den Bestands- und Zahlungsbilanzdaten fast ausschließlich auf Bewertungseinflüsse zurückzuführen, die kurzfristigen Kreditbeziehungen zwischen den ausländischen Tochtergesellschaften in Deutschland und ihren Müttern glichen sich im Zeitraum von Ende 1983 bis Ende 1989 praktisch aus. Vor allem durch die Einbeziehung der Kredite von verbundenen Unternehmen in die Bestandsstatistik erhöhte sich jedoch 1989 der ausländische Beteiligungsbesitz in Deutschland kräftig (um 27 ½ Mrd DM).

Das deutsche Unternehmensvermögen im Ausland ist nach der Bestandsstatistik in den Jahren 1984 bis 1994 um 213 ½ Mrd DM gestiegen (Tabelle 10). Die Zunahme des deutschen Direktinvestitionsbestandes im Ausland blieb damit um 65 Mrd DM hinter dem Anstieg der deutschen Direktinvestitionen laut Zahlungsbilanz zurück (278 ½ Mrd DM). Dies ist zum größten Teil mit Bewertungsverlusten zu erklären. Zum einen verloren die deutschen Unternehmensbeteiligungen im Ausland aufgrund von Wechselkursveränderungen erheblich an Wert. Durch die Umrechnung der in Fremdwährung bilanzierten Kapitalbeträge in Deutsche Mark ergaben sich von Ende 1983 bis Ende 1994 Wechselkursverluste von schätzungsweise 34 ½ Mrd DM (siehe Tabelle 8). Das meiste davon entfiel auf die Jahre 1986 und 1987, als sich der deutsche Unternehmensbesitz in den Vereinigten Staaten aufgrund des Dollarkursverfalls deutlich abwertete (um 15 Mrd DM). Zum anderen ergaben sich bewertungsbedingte Buchverluste des Direktinvestitionsbestandes (einschließlich sonstiger Einflüsse summierten sich diese auf 25 Mrd DM).

Tabelle 10

### Veränderung des deutschen Direktinvestitionsbestandes im Ausland

- in Mrd DM -

	Bestands- veränderung 1)	zum Vergleich: Zahlungs- bilanzstatistiken	
		deutsche Zahlungs- bilanz	ausländische Zahlungs- bilanzen 2)
1984	19,3	13,5	5,0
1985	4,6	15,1	8,9
1986	5,3	21,9	9,1
1987	5,2	17,4	12,0
1988	26,2	21,2	9,2
1989	18,1	28,5	16,9
1990	26,9	38,7	16,5
1991	31,7	39,3	16,3
1992	22,3	30,5	18,3
1993	32,6	25,3	30,5
1994	21,4	27,0	23,4
1984/94	213,6	278,5	166,1

1) Veränderung der unmittelbaren Bestände. Ab 1990 erweiterte statistische Erfassung. Die Bestandsstatistik ist aufgrund der unterschiedlichen Bewertung des Beteiligungskapitals und von Wechselkursveränderungen nicht direkt mit der Zahlungsbilanzstatistik vergleichbar.-

2) Daten von 18 OECD-Ländern (Österreich, Australien (ab 1987), Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Italien, Irland, Japan, Norwegen (ab 1986), Niederlande, Portugal, Spanien, Schweden, Schweiz (ab 1993), Türkei, Großbritannien, Vereinigte Staaten). Auf diesen Länderkreis entfielen Ende 1994 rund 80 % des Bestandes deutscher Direktinvestitionen im Ausland.

Quellen: Deutsche Bundesbank, OECD.

Der Vergleich zwischen den Bestands- und Stromdaten für den Zeitraum 1984 bis 1994 zeigt folgendes: Auf der Seite der deutschen Direktinvestitionen im Ausland ist die Diskrepanz zwischen den Bestands- und Zahlungsbilanzdaten überwiegend auf Bewertungsunterschiede zwischen beiden Statistiken zurückzuführen, während auf der Seite der ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland die unterschiedliche Behandlung der kurzfristigen Kreditbeziehungen eine größere Rolle spielt. Da sich die Bestands- und Flowdaten für die deutschen Direktinvestitionen im Ausland nicht sehr stark unterscheiden, wird die empirische Analyse der Determinanten der deutschen Direktinvestitionen im Ausland alternativ auch unter Verwendung der Bestandsdaten (Abschnitt 4.2.) durchgeführt. Zunächst müssen jedoch im folgenden 3. Kapitel die zu testenden Indikatoren für die empirische Analyse theoretisch abgegrenzt werden.

### 3. Standortfaktoren und Direktinvestitionen

Die Investitionsentscheidungen und die Standortwahl internationaler Unternehmen hängen von einer großen Zahl von Faktoren ab. Der sogenannte „eklektische“ Ansatz von Dunning bietet einen umfassenden und geeigneten theoretischen Rahmen, um die Bedeutung einzelner Determinanten für die Standortwahl zu analysieren; er wird aus diesem Grund zunächst kurz dargestellt. Anschließend werden verschiedene Standortfaktoren, die in theoretischen und empirischen Arbeiten und in der wirtschaftspolitischen Debatte in Deutschland eine größere Rolle spielen, hinsichtlich ihrer Relevanz für die Direktinvestitionen deutscher und ausländischer Unternehmen diskutiert. Hierzu gehören insbesondere absatzorientierte Faktoren wie Marktgröße und Marktwachstum, Kostenfaktoren wie Lohnkosten und Besteuerung, sowie unterschiedliche Strukturen der Unternehmenslandschaft und des Finanzsystems. Im anschließenden 4. Abschnitt wird dann der Einfluß von absatzorientierten Faktoren und der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands auf die grenzüberschreitenden Direktinvestitionen empirisch getestet.

#### 3.1. Theorie der Direktinvestitionen und Standorttheorie

Der in der Literatur am weitesten verbreitete Ansatz zur Erklärung der Internationalisierung von Unternehmen ist der sogenannte „eklektische Ansatz“ von J.H. Dunning. Dunning faßte die von Hymer (1960) initiierten und im Laufe der 60er und 70er Jahre entwickelten verschiedenen Direktinvestitionstheorien zu einem konsistenten Paradigma zusammen, innerhalb dessen verschiedene Aspekte der Entstehung und Entwicklung multinationaler Unternehmungen analysiert werden können.<sup>1</sup> Nach Dunning müssen drei Bedingungen erfüllt sein, damit eine Unternehmung Direktinvestitionen im Ausland vornimmt: Erstens muß das Unternehmen über spezifische Wettbewerbsvorteile (*ownership specific advantages*) verfügen, die die Kosten einer Expansion in das Ausland überwiegen; zweitens muß das potentielle Zielland dem Investor standortspezifische Vorteile bieten (*location specific variables*); und drittens muß es für das Unternehmen gewinnbringender sein, diese Vorteile

---

<sup>1</sup> Vgl. Dunning (1977, 1979 und 1988). Dunning hat seinen Ansatz im Laufe der Zeit und in Reaktion auf Kritik mehrfach modifiziert: siehe dazu Dunning (1994) sowie die umfassende und kritische Darstellung des Dunning-Ansatzes und neuerer Entwicklungen bei Glaum (1996) und Gray (1996). Neben dem Ansatz von Dunning gibt es in der Literatur noch eine große Zahl von Theorien der Direktinvestitionen. Alle diese Erklärungsansätze weisen jedoch nicht den gleichen Grad an Komplexität und Geschlossenheit auf wie das Dunning-Paradigma. Einen guten Überblick über die unterschiedlichen Theorien geben Agarwal (1980), Glaum (1996), Lizondo (1991) und United Nations Centre on Transnational Corporations (1992).

selbst und nicht über lokale Unternehmen (z.B. über Lizenzvergabe) zu verwerten (*internalization incentive advantages*).<sup>2</sup>

Die erste und die dritte Bedingung von Dunning erklären Direktinvestitionen mit spezifischen Eigenschaften und der Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Unternehmen. Die darauf basierenden Erklärungsansätze und empirischen Untersuchungen sind daher stark mikroökonomisch orientiert. Die zweite Bedingung von Dunning trägt der Tatsache Rechnung, daß die Internationalisierung von Unternehmen immer auch auf Standortentscheidungen beruht. Sie setzt daher eher an den makroökonomischen Umfeldbedingungen an, in denen sich die Unternehmen bewegen. Die Standortentscheidungen internationaler Unternehmen konnten bislang allerdings noch nicht in einem befriedigenden einheitlichen theoretischen Konzept integriert und empirisch überprüft werden. Vielmehr findet sich in der wissenschaftlichen Literatur eine große Anzahl sehr unterschiedlicher Faktoren, die auf das Erfolgspotential und die Risiken einzelner Standorte einwirken.<sup>3</sup> Die Bedeutung einzelner Standorteigenschaften hängt unter anderem ab von dem Typ des jeweiligen Investitionsprojektes und der Entwicklungsstufe des Investitions- und Ziellandes. Die Standortfaktoren können grob in drei Gruppen klassifiziert werden:

- Absatzorientierte Standortfaktoren: Markteigenschaften des potentiellen Ziellandes wie Marktgröße und (potentielles) Marktwachstum sowie Grad der Offenheit für den Außenhandel,
- Kostenorientierte Standortfaktoren: wie z.B. Lohnkosten, Steuern und Subventionen, Qualität von Infrastruktur, Humankapital und Finanzmarkt, sowie
- „Weiche“ Standortfaktoren: wie z.B. Kultur, Sprache und politisches Risiko.

Im folgenden sollen einige dieser absatz- und kostenorientierten Faktoren näher untersucht werden, die für die relative Attraktivität des Standorts Deutschland eine wichtige Rolle spielen. Ziel der Analyse ist es, geeignete Indikatoren abzugrenzen, die im anschließenden 4. Abschnitt hinsichtlich ihrer empirischen Relevanz für die grenzüberschreitenden Direktinvestitionen in Deutschland getestet werden können.

---

<sup>2</sup> Durch die Verknüpfung der Anfangsbuchstaben der englischen Ausdrücke für diese drei Bedingungen erhält man die übliche Abkürzung für den Dunning'schen Ansatz: das sogenannte „OLI-Paradigma“.

<sup>3</sup> Vgl. Glaum (1996), S. 61 ff.

### 3.2 Absatzorientierte Standortfaktoren

Eines der wichtigsten Motive für Direktinvestitionen im Ausland ist die Absatzorientierung. Unternehmen investieren im Ausland, um bestehende Absatzmärkte zu sichern bzw. auszubauen oder um neue Märkte zu erschließen. Es gibt Schätzungen, wonach Ende der 80er Jahre absatzorientierte Motive bei fast der Hälfte der weltweit getätigten Direktinvestitionen eine primäre Rolle spielten.<sup>4</sup> Um die angestrebten Absatzziele zu erreichen, ist die Präsenz an ausländischen Standorten aus verschiedenen Gründen notwendig. Die immer größer werdende Produktdifferenzierung erfordert ein stetig steigendes Bewußtsein für lokale Konsumentenpräferenzen sowie größere Anstrengungen bei Marketing, Vertrieb und Serviceleistungen.<sup>5</sup> Im Bereich der industriellen Nachfrage führt die zunehmende Flexibilisierung und effizientere Organisation der Produktion (*Just-in-time-Fertigung*) dazu, daß immer mehr Vorleister und Zulieferer großen Industrieunternehmen in das Ausland folgen. Bestimmte Güter müssen aufgrund von Lagerproblemen, Transportkosten oder *Local-Content*-Vorschriften vollständig oder teilweise im Zielland gefertigt werden. Viele Unternehmen betrachten es aufgrund ihrer globalen Produktions- und Marketingstrategie als unerlässlich, neben ihren direkten Konkurrenten auf den Hauptmärkten präsent zu sein. Und schließlich ist bei einer weitgehenden Sättigung des Inlandsmarktes unter bestimmten Voraussetzungen eine Unternehmensexpansion oft nur durch den Gang in das Ausland möglich.

Eine Reihe von Unternehmensbefragungen bei deutschen und ausländischen Firmen deutet darauf hin, daß absatzorientierte Motive eine Hauptrolle bei Direktinvestitionsentscheidungen spielen und daher wahrscheinlich einen wichtigen Erklärungsbeitrag für die deutschen Direktinvestitionen im Ausland und die ausländischen Investitionen in Deutschland liefern. In einer breit angelegten Befragung des ifo-Instituts von deutschen und ausländischen Unternehmen im Herbst 1995 gaben beispielsweise zwei Drittel der deutschen Großunternehmen an, in der Vergangenheit Direktinvestitionen zur Markterschließung vorgenommen zu haben, und über die Hälfte der Unternehmen nannte die Sicherung von Marktanteilen sowie die Partizipation am Wachstum der Auslandsmärkte als weitere Hauptmotive für ihre Auslandsinvestitionen. In gleicher Weise spielten bei den ausländischen Unternehmen Absatzmarktargumente die größte Rolle beim Erwerb von

---

<sup>4</sup> Vgl. Dunning (1994), S. 59.

<sup>5</sup> Vgl. Thomson/Woolcock (1993), S. 36ff.: „Just as product differentiation leads to intra-industry trade, it may also lead to foreign direct investment“.

Auslandsbeteiligungen.<sup>6</sup> Zu ähnlichen Ergebnissen bei verschiedenen anderen Unternehmensbefragungen kamen auch Beyfuß/Kitterer (1990), Beyfuß (1992) und Maisch (1996).

Die Marktgröße und das (potentielle) Marktwachstum sind bei absatzorientierten Investitionen die wichtigsten Entscheidungsvariablen für die Standortentscheidungen multinationaler Unternehmen.<sup>7</sup> Die Abhängigkeit der Direktinvestitionen verschiedener Länder vom Wachstum und der Größe des potentiellen Zielmarktes wurde in zahlreichen empirischen Untersuchungen bestätigt. Culem (1988) konnte beispielsweise in einer Studie für sechs Industrieländer zeigen, daß die Marktgröße und das Marktwachstum des Ziellandes in der Regel einen positiven Einfluß auf die einfließenden Direktinvestitionen ausüben. Ray (1989) wies nach, daß die Direktinvestitionen ausländischer Unternehmen in den Vereinigten Staaten positiv auf relative Wachstumsgewinne der US-Wirtschaft reagieren. Moore (1993) stellte in einer empirischen Untersuchung für den Zeitraum 1980-88 fest, daß die deutschen Direktinvestitionen des Verarbeitenden Gewerbes in 17 Ländern von der relativen Marktgröße des Ziellandes abhängen. Barrell/Pain/Hubert (1996) haben in einer Panel-Untersuchung der Veränderungen des Direktinvestitionsbestandes deutscher Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes in zehn Ländern bzw. Regionen einen signifikant positiven Einfluß der Marktgröße des Ziellandes auf die deutschen Direktinvestitionen nachgewiesen.<sup>8</sup>

Der Zusammenhang zwischen dem relativen Marktwachstum und den ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland soll im Abschnitt 4.1. mit Hilfe einer kombinierten Zeitreihen- und Querschnittsanalyse unter Verwendung der Zahlungsbilanzdaten der Investorenländer ökonometrisch getestet werden.<sup>9</sup> Die Abhängigkeit der deutschen Direktinvestitionen von der Marktgröße der Zielländer wird in Abschnitt 4.2. in einer Querschnittsanalyse unter Verwendung der Bestandsdaten für die deutschen Direktinvestitionsanlagen im Ausland untersucht.

---

<sup>6</sup> Vgl. ifo-Institut (1996), S. 134-175, und Wilhelm (1996).

<sup>7</sup> Vgl. ifo-Institut (1996), S. 74f.

<sup>8</sup> Ein Überblick über ältere empirische Untersuchungen des Zusammenhangs zwischen Marktgröße bzw. Marktwachstum und Direktinvestitionen findet sich bei Agarwal (1980).

<sup>9</sup> Wie im statistischen Teil dieser Arbeit in Abschnitt 2 ausführlich beschrieben wurde, geben die Daten der Investorenländer über deren Direktinvestitionen in Deutschland ein aussagekräftigeres Bild über die relative Attraktivität des deutschen Standortes als die deutschen Zahlungsbilanzdaten, die das ausländische unternehmerische Engagement in Deutschland unterzeichnen dürften.

Neben der Marktgröße und dem Marktwachstum wird in der Literatur auch oft der Zusammenhang zwischen dem Außenhandel und den Direktinvestitionen untersucht. Ein relativ „reiches“ Land mit einem hohen Wachstum zieht in der Regel zunehmende Exporte und Direktinvestitionen auf sich. Viele empirische Studien haben daher einen signifikant positiven Einfluß der Exporte auf die Direktinvestitionen festgestellt.<sup>10</sup> Dieser läßt sich damit begründen, daß multinationale Unternehmen, insbesondere des Verarbeitenden Gewerbes, oft einen Stufenprozeß zunehmender Internationalisierung durchlaufen.<sup>11</sup> Stark verkürzt sieht dieser etwa folgendermaßen aus: Zunächst beginnen die Unternehmen (nach Bedarf) in das Ausland zu exportieren, danach folgt die Errichtung von Vertriebs-, Lager- und Serviceeinrichtungen, zum Teil werden dann Lizenzen an lokale Anbieter vergeben, und schließlich werden bei ausreichenden Erfahrungen im jeweiligen Markt eigene Montage- und Produktionsstätten errichtet, die anfangs noch weitgehend abhängig von der heimischen Mutter sind, später aber oft zu selbständigen Auslandstöchtern ausgebaut werden. Folgen die Direktinvestitionen diesem Muster, so leisten die Exporte einen Erklärungsbeitrag für die Direktinvestitionen. Höhere Exporte in ein bestimmtes Land führen (mit einer gewissen Zeitverzögerung) zu einer Zunahme der Direktinvestitionen in diesem Land.

Steigende Exporte ziehen aber nicht nur Direktinvestitionen nach sich, umgekehrt haben die Direktinvestitionen auch einen Einfluß auf den Außenhandel. Auf der einen Seite kann die Produktion im Ausland Exporte ersetzen, andererseits werden durch die Errichtung von Produktionsstätten im Ausland aber auch Exporte von Investitionsgütern, Zwischenprodukten und Dienstleistungen induziert. Der Nettoeffekt steigender Direktinvestitionen im Ausland auf den Außenhandel ist somit nicht leicht zu bestimmen. Die meisten empirischen Studien kommen zu dem Ergebnis, daß der handelsschaffende Effekt von Direktinvestitionen überwiegt.<sup>12</sup> Zusammenfassend kann festgehalten werden: Der Zusammenhang zwischen Exporten und Direktinvestitionen ist wechselseitig und sehr komplex. In der folgenden empirischen Untersuchung in Abschnitt 4.3. soll in einer einfachen Kointegrationsanalyse der langfristige Zusammenhang und die kurzfristige Anpassungsdynamik von Veränderungen der

---

<sup>10</sup> Vgl. z.B. Culem (1988), Markusen (1983) und Balasubramanyan/Greenaway (1993).

<sup>11</sup> Vgl. United Nations Centre on Transnational Corporations (1996), S. 75ff.

<sup>12</sup> Vgl. z.B. Pfaffermayr (1996) in einer Studie für Österreich sowie Bloomström, Lipsey, Kulchycky (1988) in einer Untersuchung für Schweden und die Vereinigten Staaten. Ein umfassender Überblick über die Literatur zum Zusammenhang zwischen Direktinvestitionen und Außenhandel findet sich bei Cantwell (1994) und WTO (1996). Eng mit dieser Problematik verbunden ist die Frage nach den inländischen Beschäftigungseffekten zunehmender Direktinvestitionen im Ausland; vgl. dazu z.B. Agarwal (1996), RWI (1996), Bloomström (1991) und Stevens/Lipsey (1992).



Exporte auf die deutschen Direktinvestitionen getestet werden, wobei a priori ein dominierender Einfluß der Exporte auf die Direktinvestitionen unterstellt wird.

### 3.3. Realer Wechselkurs als Maß für relative Kostenunterschiede

Investitionsentscheidungen multinationaler Unternehmen werden immer auch von den relativen Kosten verschiedener Standorte beeinflußt. Hohe Kosten im Inland können ein Unternehmen dazu veranlassen, seine Produktion ins Ausland zu verlagern. Eine ungünstige Kostensituation in einem potentiellen Zielland kann Vorteile dieses Standorts in anderen Bereichen aufwiegen und dazu führen, daß eine geplante Direktinvestition in einem benachbarten, kostengünstigeren Land der Zielregion vorgenommen wird. Ein signifikanter Einfluß von wechsellkursbereinigten Veränderungen der relativen Lohnkosten auf die grenzüberschreitenden Direktinvestitionen wurde in mehreren empirischen Studien für verschiedene Industrieländer festgestellt.<sup>13</sup>

Auch in der wirtschaftspolitischen Debatte über Direktinvestitionen und den Standort Deutschland wird immer wieder auf die hohen Kosten im Inland hingewiesen. Insbesondere die Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit durch hohe Lohnsteigerungen und die Aufwertung der D-Mark hätten deutsche Unternehmen in den letzten Jahren dazu veranlaßt, ihre Produktion ins Ausland zu verlagern, und ausländische Unternehmen von einem Engagement in Deutschland abgehalten. In den bereits erwähnten Befragungen deutscher und ausländischer Unternehmen gaben diese in der Mehrzahl an, daß Kostenargumente nach absatzorientierten Faktoren die zweitwichtigste Rolle bei ihren Direktinvestitionsentscheidungen spielen.<sup>14</sup>

Aus diesem Grund soll in der empirischen Untersuchung im folgenden 4. Abschnitt neben absatzorientierten Faktoren auch der Einfluß von Kosten und damit der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands auf die grenzüberschreitenden Direktinvestitionen empirisch getestet werden. Zur Messung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit wird der reale Außenwert der D-Mark gegenüber den Währungen von 18 Industrieländern verwendet, wie er von der Bundesbank berechnet und veröffentlicht wird.<sup>15</sup> Dabei wird ein breiter definierter

---

<sup>13</sup> Vgl. z.B. Cushman (1987) und Culem (1988).

<sup>14</sup> Vgl. ifo-Institut (1996), Wilhelm (1996), Beyfuß (1992) und Maisch (1996).

<sup>15</sup> Zur Aussagekraft des realen Außenwerts der D-Mark als Indikator für die internationale Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands vgl. Deutsche Bundesbank (1994). Nähere Angaben zur

Indikator auf der Basis der Lohnstückkosten im gesamten Unternehmenssektor oder auf Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes bevorzugt, der als umfassendes Maß für die Preis- und Kostenentwicklung eines Landes im Vergleich zu seinen Hauptkonkurrenten am Weltmarkt verstanden werden kann. Wie in verschiedenen empirischen Untersuchungen festgestellt wurde,<sup>16</sup> ist für Deutschland ein breiterer Indikator dem enger definierten realen Außenwert der D-Mark auf der Basis der Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe als Indikator für die internationale Wettbewerbsfähigkeit vorzuziehen. Für unsere Fragestellung erscheint ein breiter definierter Indikator auch deshalb sinnvoller zu sein, weil hier der Einfluß von (wechselkursbereinigten) relativen Preis- und Kostenentwicklungen auf die aggregierten Direktinvestitionen getestet werden soll, von denen nur rund die Hälfte auf Direktinvestitionen des Verarbeitenden Gewerbes entfallen.

### **3.4. Internationale Unterschiede in der Besteuerung**

Neben den Lohnkosten wird in der Standortdebatte auch immer wieder auf die hohe steuerliche Belastung der Unternehmen in Deutschland hingewiesen. Multinationale Unternehmen müssen bei ihren Standortentscheidungen auch die unterschiedliche Besteuerung in den potentiellen Zielländern berücksichtigen. Internationale Steuervergleiche sind allerdings sehr schwierig. Ein alleiniger Vergleich nominaler Steuersätze ist irreführend, da die Vorschriften der Steuerbilanzierung (Abschreibungssätze, Möglichkeiten für Rückstellungen, Bewertung usw.) und die Praxis der Steuererfassung und -durchsetzung mit in Betracht gezogen müssen. Die Rentabilität einer Investition im Ausland hängt zudem nicht nur von dem Steuersystem des betreffenden Landes ab, sondern von der Interaktion der Steuersysteme im Investor- und im Zielland sowie von der Finanzierungsform und der Art der Investition.<sup>17</sup> Eine der wenigen umfassenden Untersuchungen der effektiven steuerlichen Belastung von Gewinnen aus grenzüberschreitenden Direktinvestitionen von Unternehmen aus den Industrieländern bei alternativen Finanzierungsformen wurde für das Jahr 1991 von der OECD durchgeführt.<sup>18</sup> In Tabelle 11 sind die Ergebnisse dieser Untersuchung für

---

Berechnungsmethode für den nominalen und realen Außenwert der D-Mark gegenüber den Währungen von 18 Industrieländern finden sich bei Deutsche Bundesbank (1989).

<sup>16</sup> Vgl. z.B. Deutsche Bundesbank (1994) und Feldmann (1994).

<sup>17</sup> Vgl. OECD (1991), S. 123.

<sup>18</sup> OECD (1991), insbesondere Kapitel 5, S. 123-161.

**Internationale Unterschiede in der effektiven Besteuerung von Gewinnen  
aus grenzüberschreitenden Direktinvestitionen bei alternativen Finanzierungsformen**

- Erforderliche reale Vorsteuerrendite für eine reale Nachsteuerrendite  
von 5 % bei alternativer Finanzierung eines Tochterunternehmens im Ausland -

Investitionen der Muttergesellschaft mit Sitz in ...	Investitionen in ein Tochterunternehmen in ...				
	Frankreich	Deutschland	Japan	Großbritannien	USA
Finanzierung aus einbehaltenen Gewinnen (des Tochterunternehmens)					
Frankreich	-	9,5	9,0	7,7	7,6
Deutschland	7,3	-	9,0	7,7	7,6
Japan	7,3	9,5	-	7,7	7,6
Großbritannien	7,3	9,5	9,0	-	7,6
USA	7,3	9,5	9,0	7,7	-
Finanzierung durch Kapitalbeteiligung (der ausländischen Muttergesellschaft)					
Frankreich	-	3,8	8,7	6,0	6,5
Deutschland	6,8	-	7,7	4,6	6,5
Japan	8,4	5,7	-	8,9	7,8
Großbritannien	8,2	5,9	8,6	-	6,4
USA	7,8	5,5	8,4	6,9	-
Finanzierung durch Kredit (der Muttergesellschaft)					
Frankreich	-	2,3	4,3	5,9	5,1
Deutschland	10,3	-	8,2	9,1	9,5
Japan	8,4	5,3	-	8,9	7,8
Großbritannien	6,2	2,7	4,4	-	5,2
USA	6,8	3,9	5,6	6,8	-
Quellen: OECD (1991) und Köddermann (1996).					

Unternehmen aus den G-5-Staaten kurz zusammengefaßt.<sup>19</sup> Die Daten zeigen für Deutschland ein unterschiedliches Bild. Die Finanzierung eines Tochterunternehmens in Deutschland durch einbehaltene Gewinne ist für Investoren aus allen Ländern aufgrund der hiesigen hohen Körperschaftssteuersätze im internationalen Vergleich sehr unattraktiv. Dieser Nachteil wird jedoch bei einer Finanzierung durch eine Kapitalbeteiligung der ausländischen Mutter an der Tochtergesellschaft in Deutschland stark relativiert, und er verwandelt sich bei der Finanzierung durch Gesellschafterdarlehen wegen der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen bei der Ermittlung der Besteuerungsgrundlage sogar in einen Vorteil.<sup>20</sup>

Um den Einfluß internationaler Unterschiede in der Besteuerung auf die grenzüberschreitenden Direktinvestitionsströme empirisch zu messen, müßte ein Indikator entwickelt werden, der die effektive Steuerbelastung multinationaler Unternehmen in verschiedenen Ländern im Vergleich zu Deutschland nicht nur zu einem Zeitpunkt, sondern im Zeitablauf erfaßt. Ein solcher Indikator steht allerdings nicht zur Verfügung. Aus diesem Grund soll in den empirischen Untersuchungen auf die Einbeziehung einer Steuervariablen verzichtet werden. Der Einfluß der Besteuerung auf die Direktinvestitionen wird in der folgenden empirischen Analyse zumindest teilweise indirekt durch die Auswirkungen auf das Wachstum und die gesamtwirtschaftlichen Kosten einer Volkswirtschaft berücksichtigt. Eine hohe Steuerbelastung und ein ineffizientes System der Unternehmensbesteuerung dämpfen tendenziell das Wirtschaftswachstum. Zudem kann eine zunehmende Steuerbelastung der Unternehmen über einen Anstieg der relativen Kosten und Preise zu einer Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit eines Standortes führen.<sup>21</sup>

---

<sup>19</sup> Die Zahlen in der Tabelle sind wie folgt zu interpretieren: Wenn beispielsweise ein amerikanisches Unternehmen eine Tochtergesellschaft in Deutschland durch einbehaltene Gewinne der Tochter ausbauen will, so muß es in Deutschland eine Rendite von 9,5 % vor Steuern erwirtschaften, um für seine Anteilseigner eine Nachsteuerrendite von 5 % zu erzielen. Wird die Expansion der Tochter in Deutschland dagegen durch einen Kredit der Muttergesellschaft finanziert, so kann eine Nachsteuerrendite von 5 % durch eine Vorsteuerrendite von nur 3,9 % erzielt werden.

<sup>20</sup> Wie im statistischen Teil dieser Arbeit in Abschnitt 2.3. näher erläutert wurde, dürfte die relative Vorteilhaftigkeit einer Kreditfinanzierung ein Grund dafür sein, daß auf der Seite der ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland Kredite eine größere Rolle spielen.

<sup>21</sup> Eine Reihe von neueren Beiträgen über den Zusammenhang zwischen der Steuerpolitik und der Standortqualität Deutschlands findet sich bei Siebert (1996). Weichenrieder (1996) kommt in einer umfassenden Analyse der Auswirkungen internationaler Besteuerungsunterschiede zu dem Ergebnis, daß multinationale Unternehmen aufgrund einer außerordentlich hohen Flexibilität bei den steuerlichen Gestaltungsmöglichkeiten einem Großteil der Steuerbelastung in „Hochsteuerländern“ ausweichen können.

### 3.5. Unternehmensstruktur und Finanzmärkte

Neben den genannten Faktoren beeinflussen auch die Unternehmensstruktur (Unternehmensgröße und -rechtsform) und das Finanzsystem eines potentiellen Ziellandes den Zufluß von Direktinvestitionen. Wenn ein multinationales Unternehmen einen neuen Markt erschließen will, so steht es nämlich zunächst vor der Wahl, in der potentiellen Zielregion eine eigene Niederlassung zu errichten oder eine Beteiligung an einem bereits bestehenden ausländischen Unternehmen zu erwerben. Oft wird der Erwerb einer Beteiligung oder die vollständige Übernahme eines bestehenden Unternehmens kostengünstiger und schneller zu realisieren sein als der Aufbau eines neuen Unternehmens. Wie bereits erwähnt, entfallen weltweit schätzungsweise rund vier Fünftel der neuen Direktinvestitionsanlagen auf Beteiligungen bzw. Aufkäufe (*mergers & acquisitions*) von bestehenden Unternehmen. Entscheidend wird es daher sein, ob das investierende Unternehmen in dem Zielland bzw. der Zielregion ein geeignetes Kaufobjekt findet.

Tabelle 12

#### Marktwert und Anzahl der börsennotierten heimischen Unternehmen

- Marktwert in Mrd US-Dollar, Anzahl in Klammern -

	1985	1987	1989	1991	1993	1995
Deutschland	178,3 (451)	218,4 (507)	366,2 (628)	370,6 (665)	460,8 (664)	577,4 (678)
Frankreich	79,1 (489)	155,6 (481)	337,6 (462)	347,4 (839)	455,5 (726)	500,0 (710)
Großbritannien	353,5 (2.116)	679,7 (2.101)	814,3 (1.758)	974,9 (2.027)	1.150,6 (1.927)	1.346,6 (1.971)

Quelle: International Federation of Stock Exchanges.

Der Erwerb einer Beteiligung ist in Deutschland aufgrund der spezifischen Unternehmensstruktur und der Eigenheiten des deutschen Systems der Unternehmensfinanzierung sicherlich oft schwieriger als in einigen anderen Industrieländern, insbesondere in den angelsächsischen Staaten. Ende 1995 waren in Deutschland lediglich 678 inländische Unternehmen an der Börse notiert, verglichen mit 1.971 Unternehmen in Großbritannien (siehe Tabelle 12). Obwohl der deutsche Aktienmarkt absolut gesehen - mit weitem Abstand hinter den USA, Japan und Großbritannien - der viertgrößte der Welt ist, ist die Börsenkaptalisierung in Deutschland in Relation zur Wirtschaftskraft des Landes vergleichsweise gering. Ende 1996 betrug das Verhältnis von Börsenkaptalisierung inländischer Gesellschaften zum nominalen Bruttoinlandsprodukt 27 %, verglichen mit Werten von teilweise deutlich über 100 % in den USA, Großbritannien, der Schweiz und Schweden.<sup>22</sup> Eine Beteiligung bzw. der vollständige Kauf eines Unternehmens in Deutschland ist daher aufgrund des geringeren Angebots börsennotierter Unternehmen schwieriger als in vielen anderen Ländern. Hinzu kommt, daß der Aktienbesitz in Deutschland relativ stark konzentriert ist, wodurch der Erwerb größerer Anteilspakete und „feindliche Übernahmen“ erschwert werden.<sup>23</sup> Wie wir gesehen haben, werden bei Direktinvestitionen im Ausland zur effektiven Einflußnahme auf die Geschäftstätigkeit aber gerade größere Beteiligungen von oft über 50 % präferiert.<sup>24</sup>

Einer der Gründe für die geringe Tiefe des deutschen Aktienmarktes ist in der Unternehmensgrößenstruktur der deutschen Wirtschaft zu suchen, in der mittleren und kleineren Unternehmen im Vergleich zu anderen Ländern ein wesentlich größeres Gewicht zukommt. Für Ausländer dürfte es besonders schwierig und teuer sein, sich in die breite Schicht der mittelständischen Betriebe in Deutschland „einzukaufen“, die sich oft seit Jahrzehnten in unverändertem Familienbesitz befinden. Potentielle Auslandsinvestoren müssen dabei mit langwierigen und kostspieligen Verhandlungen mit den Eigentümern rechnen.<sup>25</sup>

---

<sup>22</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (1997c), S. 28.

<sup>23</sup> Vgl. Wilhelm (1996), S. 38 und Edwards/Fischer (1994), S. 190ff.

<sup>24</sup> Vgl. Abschnitt 2.2., S. 11.

<sup>25</sup> Vgl. Klodt/Maurer (1996), S. 27f.

Tabelle 13

## Privatisierungen in Deutschland, Frankreich und Großbritannien

- Mrd US-Dollar -

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Deutschland	-	-	-	-	0,9	-
Frankreich	-	1,0	5,6	0,0	-	1,3
Großbritannien	3,2	8,9	17,6	4,5	8,1	10,2
	1991	1992	1993	1994	1995	1985-95
Deutschland	1,3	-	-	0,5	-	2,7
Frankreich	0,4	1,4	8,3	11,8	4,5	34,3
Großbritannien	19,0	0,0	8,6	-	4,7	84,8

Quelle: Morgan Stanley, Privatisation: The Second Tranche, May 1996.

Relativ gute Möglichkeiten für ein ausländisches Unternehmen zum Beteiligungserwerb in einem potentiellen Zielland für Direktinvestitionen bieten Privatisierungen. Sieht man einmal von dem Börsengang der Telekom im Jahr 1996 ab, so wurde Deutschland in den letzten 10 Jahren nicht annähernd in dem Maß von einer Privatisierungswelle erfaßt wie einige europäische Nachbarstaaten, in denen der staatliche Unternehmensbesitz zum Teil deutlich höher als in Deutschland lag. Im Zeitraum von 1985 bis 1995 wurden beispielsweise in Großbritannien und Frankreich Privatisierungen von Staatsunternehmen im Volumen von 85 Mrd Dollar bzw. 34 ½ Mrd Dollar an der Börse durchgeführt, gegenüber lediglich 2 ½ Mrd Dollar in Deutschland (Tabelle 13). Bei der Mehrheit der Privatisierungen in Europa spielten

ausländische Anleger eine größere Rolle. So entfiel bei internationalen Plazierungen durchschnittlich rund 43 % der institutionellen Nachfrage auf ausländische Käufer.<sup>26</sup>

Zusammenfassend kann man festhalten, daß die spezifische deutsche Unternehmens- und Finanzstruktur den „Einstieg“ ausländischer Unternehmen in Deutschland im Vergleich zu anderen Ländern nicht gerade fördert. Der Einfluß unterschiedlicher nationaler Strukturen des Unternehmens- und Finanzsektors auf die grenzüberschreitenden Direktinvestitionen dürfte jedoch nur sehr schwer quantitativ abzuschätzen zu sein. Hierzu müßte ein geeigneter Indikator entwickelt werden, der verschiedene Merkmale des Unternehmens- und Finanzsektors in ihrer Bedeutung gewichtet und aggregiert. Aufgrund des begrenzten Umfangs dieser Arbeit muß darauf verzichtet werden. In der folgenden empirischen Analyse wird daher vornehmlich der Einfluß der zuvor genannten, genauer bestimmbareren absatz- und kostenorientierten Faktoren auf die grenzüberschreitenden Direktinvestitionen getestet.

---

<sup>26</sup> Vgl. Morgan Stanley (1996), S. 5.



#### **4. Empirische Untersuchungen zur Erklärung der grenzüberschreitenden Direktinvestitionen für Deutschland**

Im empirischen Teil der vorliegenden Arbeit soll mit Hilfe unterschiedlicher ökonometrischer Schätzmethoden untersucht werden, inwieweit die deutschen Direktinvestitionen im Ausland und die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland von den in den vorangegangenen theoretischen Überlegungen abgeleiteten absatz- und kostenorientierten Standortfaktoren abhängen. Zuerst wird in Abschnitt 4.1. in einer länderübergreifenden Zeitreihenanalyse der Einfluß des relativen Marktwachstums und der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands auf die ausländischen Direktinvestitionen im Inland unter Verwendung von ausländischen Zahlungsbilanzdaten getestet. Wie die Ausführungen im 2. Kapitel dieser Arbeit zeigten, ist es nämlich bei der Analyse der relativen Attraktivität eines Standorts aufgrund der international sehr unterschiedlichen Erfassungspraxis bei den Direktinvestitionsströmen sinnvoller, auf die Zahlungsbilanzdaten der Investorenländer zurückzugreifen. Auf der „Ausfuhrseite“ geben dagegen die deutschen Strom- und Bestandsdaten ein aussagekräftiges Bild über die Entwicklung und die regionale Verteilung der deutschen Direktinvestitionen im Ausland. In Abschnitt 4.2. wird daher versucht, in einer Querschnittsanalyse die regionale Verteilung der deutschen Direktinvestitionsbestände in 40 Ländern mit Hilfe absatzorientierter Standortfaktoren (Marktgröße des potentiellen Ziellandes und deutsche Exporte) zu erklären. In Abschnitt 4.3. soll schließlich der langfristige Zusammenhang und die kurzfristige Dynamik zwischen den deutschen Direktinvestitionsströmen und den Exporten sowie der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands mit Hilfe eines Fehlerkorrekturmodells analysiert werden.

##### **4.1. Länderübergreifende Zeitreihenanalyse der Bestimmungsfaktoren ausländischer Direktinvestitionen in Deutschland**

Zunächst sollen die Bestimmungsfaktoren der ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland getestet werden. Ausländische Zahlungsbilanzdaten über Direktinvestitionen in Deutschland liegen für einen größeren Länderkreis allerdings nur als Jahresdaten ab Anfang der 80er Jahre vor. Ausreichende Beobachtungen für eine sinnvolle Schätzung erhält man jedoch, wenn man eine kombinierte Zeitreihen- und Querschnittsuntersuchung für diejenigen Länder durchführt (*time-series and cross-country*-Schätzung), die regionale Daten über ihre

Direktinvestitionen in Deutschland ausweisen. Für den Zeitraum von 1984 bis 1994 sind solche Daten für 14 OECD-Länder verfügbar. Auf diese 14 Länder entfielen in der betrachteten Periode 95 % der Direktinvestitionen der OECD-Länder (ohne Deutschland) im Ausland, und sie repräsentieren gut vier Fünftel der ausländischen Investoren in Deutschland. Von den wichtigen Investorenländern ist nur die Schweiz nicht berücksichtigt, für die erst ab 1993 regionale Daten über Direktinvestitionen im Ausland verfügbar sind.

Wie in den theoretischen Ausführungen im 3. Kapitel näher erläutert wurde, sollen mit diesem Schätzansatz insbesondere zwei Thesen getestet werden. Erstens wird untersucht, ob das Marktwachstum in Deutschland im Vergleich zu seinen wichtigsten potentiellen „Konkurrenten“ für Auslandskapital einen signifikanten Einfluß auf den relativen Anteil ausländischer Direktinvestitionen in Deutschland ausübt. Den theoretischen Überlegungen folgend würde man erwarten, daß die Direktinvestitionen in Deutschland in Relation zu den Direktinvestitionen in den anderen Industriestaaten zunehmen, wenn der deutsche Markt schneller wächst als die Märkte seiner potentiellen Konkurrenten. Ausländische Unternehmen haben dann nämlich einen Anreiz, verstärkt in Deutschland zu investieren, um durch Produktion und Absatz „vor Ort“ direkt an dem höheren Marktwachstum zu partizipieren. Zudem ist zu erwarten, daß die exportbegleitenden Direktinvestitionen nach Deutschland steigen, wenn Deutschland aufgrund des stärkeren Wirtschaftswachstums mehr Güter und Dienstleistungen aus dem Ausland importiert.

Zweitens soll mit diesem einfachen Schätzansatz getestet werden, wie sich eine Veränderung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands auf die nach Deutschland einfließenden Direktinvestitionen auswirkt. Theoretisch müßte eine reale Aufwertung der D-Mark gegenüber den Währungen der wichtigsten Konkurrenten Deutschlands am Weltmarkt zu einer relativen Abnahme der ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland führen, da es für die ausländischen Unternehmen in diesem Fall schwieriger wird, von Deutschland aus ihre dort gefertigten Produkte in das Heimatland und in Drittstaaten zu exportieren, während es leichter wird, den deutschen Markt durch Exporte zu bedienen.

Für die Schätzung wurde folgender Ansatz gewählt:

$$(1) \quad DID_{i,t} = a_{1i} + a_2 BIPD_t + a_3 RAWD_t + \vartheta_{i,t},$$

(> 0)            (< 0)

$DID_{i,t}$  = Anteil der Direktinvestitionen des Landes  $i$  in Deutschland an den gesamten Direktinvestitionen von 14 OECD-Ländern (in Prozent),

$BIP_t$  = reales Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands in Relation zum realen BIP der OECD-Länder (ohne Deutschland), definiert als Index,

$RAW_t$  = Realer Außenwert der D-Mark gegenüber den Währungen von 18 Industrieländern.

$\vartheta_{i,t}$  = Störterm

Es wird also für jedes der 14 OECD-Länder ( $i=1,2,\dots,14$ ) eine Gleichung geschätzt mit einer länderspezifischen Konstante ( $a_{1i}$ ) und zwei Koeffizienten, die für alle Länder identisch sind. Die in Klammern gesetzten Bereichsangaben unter der Variablen geben das aufgrund theoretischer Überlegungen zu erwartende Vorzeichen der zu schätzenden Koeffizienten wider.

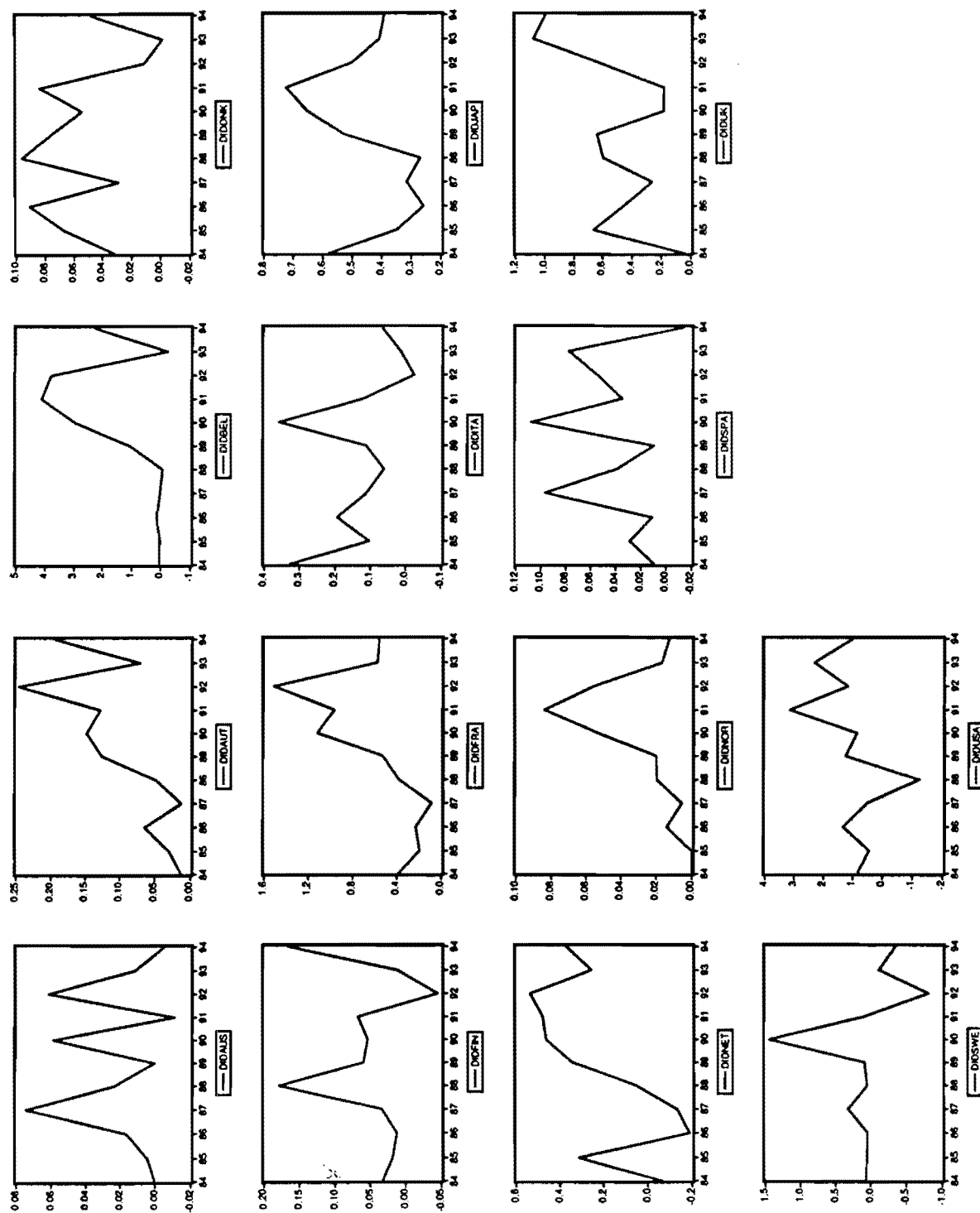
Da die Direktinvestitionen und das reale Bruttoinlandsprodukt keine stationären Variablen sind, werden sie nicht in absoluter, sondern in relativer Form definiert. Die abhängige Variable  $DID_{i,t}$  steht somit für die Direktinvestitionen von Land  $i$  in Deutschland im Zeitraum  $t$  in Relation zu den gesamten Direktinvestitionen der betrachteten 14 OECD-Länder im Ausland.<sup>1</sup> Die Entwicklung der so definierten Direktinvestitionen der 14 Investorenländer in Deutschland ist aus Schaubild 3 ersichtlich. Aggregiert über die 14 Investorenländer ergibt sich so der prozentuale Anteil Deutschlands an den gesamten ausländischen Direktinvestitionen der betrachteten OECD-Staaten im Zeitraum  $t$ . Die relative Bedeutung Deutschlands als Empfängerland für Direktinvestitionen aus diesem Länderkreis zeigt sich im

---

<sup>1</sup> Die Direktinvestitionen von Land  $i$  in Deutschland wurden auf die gesamten ausländischen Direktinvestitionen der 14 OECD-Länder und nicht auf die gesamten Direktinvestitionen des Landes  $i$  bezogen, da der Saldo der ausfließenden Direktinvestitionen einiger Länder in einzelnen Jahren negativ ist und somit keine sinnvolle Relation gebildet werden kann. Zudem unterliegt der auf Deutschland entfallende Anteil der Direktinvestitionen einzelner kleiner Länder aufgrund von Großtransaktionen größeren, ökonomisch schwer interpretierbaren Schwankungen, die durch den hier gewählten Ansatz etwas geglättet werden. Da die Direktinvestitionen der betrachteten Länder in einzelnen Jahren auch negative Werte annehmen, d.h. es wurden per saldo Direktinvestitionen in Deutschland abgebaut, können die Variablen zudem nicht in logarithmierter Form ausgedrückt werden. Ein ähnlicher Schätzansatz findet sich bei Lansbury, Pain und Smidkova (1996) für die Direktinvestitionen der OECD-Länder in den osteuropäischen Reformländern.

Direktinvestitionen von 14 OECD-Ländern in Deutschland \*)  
(1984-1994)

Schaubild 3



\*) Prozentualer Anteil der Direktinvestitionen des Landes i in Deutschland an den gesamten Direktinvestitionen der 14 OECD-Länder im Ausland

oberen Teil von Schaubild 4. In dem betrachteten Zeitraum von 1984 bis 1994 schwankte der auf Deutschland entfallende Anteil zwischen  $\frac{1}{2}$  % und 10 %.

Die unabhängige Variable  $BIP_t$  bezeichnet das reale Bruttoinlandsprodukt Deutschlands in Relation zum realen BIP der OECD-Länder ohne Deutschland, definiert als Index (mit 1984=100).<sup>2</sup> Ein steigender Index bedeutet, daß Deutschland schneller wächst als der Durchschnitt der OECD-Länder. Beispielsweise ist der Index von 1990 bis 1991 von 98,9 auf 103,0 gestiegen, was zum Ausdruck bringt, daß Deutschland in diesem Zeitraum um 4,2 Prozentpunkte stärker als der OECD-Durchschnitt (ohne Deutschland) gewachsen ist (siehe den mittleren Teil von Schaubild 4). Die zweite unabhängige Variable  $RAW_t$  bezeichnet den realen Außenwert der D-Mark gegenüber 18 Industrieländern. Wie bereits ausgeführt (Abschnitt 3.3.) werden für die Schätzungen alternativ die breiter definierten gewogenen realen Außenwerte auf Basis der Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft und auf Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes verwendet.<sup>3</sup>

Die geschätzten länderspezifischen Konstanten werden durch  $a_{1i}$  symbolisiert. Sie erfassen von Land zu Land unterschiedliche, nicht in den beiden erklärenden Variablen berücksichtigte Effekte auf die unabhängige Variable, die im Zeitverlauf konstant sind. Alle übrigen Einflüsse sind in dem Störterm  $\vartheta_{i,t}$  enthalten. Die Parameter  $a_2$  und  $a_3$  sind die zu schätzenden Koeffizienten der unabhängigen Variablen.<sup>4</sup> Das Suffix  $i = 1, 2, \dots, 14$  steht für die einzelnen Investorenländer aus dem OECD-Raum (Australien, Österreich, Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Italien, Japan, Norwegen, Niederlande, Spanien, Schweden, Großbritannien und Vereinigte Staaten).

Für den gesamten Schätzzeitraum von 1984 bis 1994 ergab sich ein signifikant positiver Effekt des relativen Marktwachstums auf die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland. Dagegen erwies sich der Einfluß des realen Außenwerts der D-Mark im

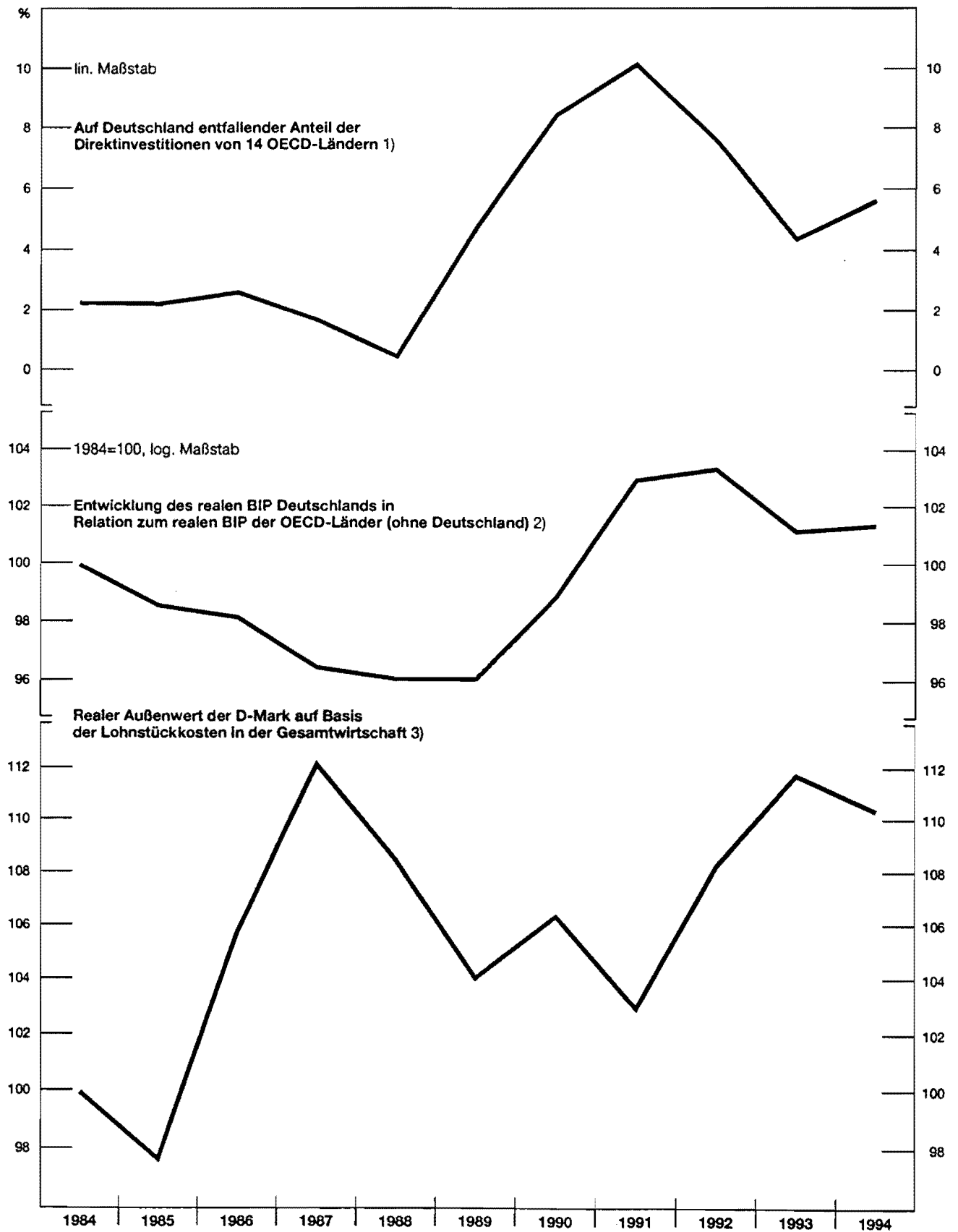
---

<sup>2</sup> Die Angaben zum Wachstum des realen BIP stammen aus dem OECD Economic Outlook, Juni 1996; die Wachstumsrate des realen BIP Deutschlands bezieht sich bis 1991 auf Westdeutschland und ab 1992 auf Gesamtdeutschland. Der einigungsbedingte Sprung des realen BIP Deutschlands wurde durch die Verwendung von Wachstumsraten eliminiert.

<sup>3</sup> Die Entwicklung des realen Außenwerts der D-Mark auf Basis der Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft ist im unteren Teil von Schaubild 4 dargestellt. Ein enger abgegrenzter Indikator auf Basis der Lohnstückkosten des Verarbeitenden Gewerbes erscheint für die Schätzungen nicht sinnvoll und erwies sich in einer Proberechnung auch nicht als signifikant.

<sup>4</sup> Zu den Schätzproblemen bei der Verwendung von kombinierten Zeitreihen- und Querschnittsdaten vgl. z.B. Judge/Hill/Griffiths/Lütkepohl/Lee (1982), chapter 16.

# Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland in Abhängigkeit vom relativen Wachstum Deutschlands und seiner preislichen Wettbewerbsfähigkeit



1) Australien, Österreich, Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Italien, Japan, Norwegen, Niederlande, Spanien, Schweden, Großbritannien, Vereinigte Staaten.- 2) Ein Anstieg der Kurve bedeutet, daß Deutschland schneller als der OECD-Durchschnitt wächst.- 3) Ein Anstieg der Kurve bedeutet eine reale Aufwertung der D-Mark gegenüber den Währungen von 18 Industrieländern.

gesamten Schätzzeitraum als nicht signifikant. Dies dürfte mit den extremen Dollarkursausschlägen Mitte der 80er Jahre zu erklären sein, die zu starken Schwankungen des realen Außenwerts der D-Mark führten, die von den Marktteilnehmern nicht unbedingt in gleichem Umfang als eine dauerhafte Veränderung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft angesehen wurde. Wählt man einen Schätzzeitraum ab 1987, als sich die Dollarkursentwicklung nach der vorangegangenen starken Auf- und Abwertung wieder „normalisierte“, so zeigen sich signifikante Einflüsse der beiden getesteten Variablen auf die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland, die in Tabelle 14 zusammengefaßt sind.

**Tabelle 14**

**Relatives Marktwachstum und realer Außenwert der D-Mark als Bestimmungsfaktoren der ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland\*)**

Schätzgleichung: $DID_{i,t} = a_{i1} + a_2 BIPD_t + a_3 RAWD_t + \vartheta_{i,t}$				
Schätzzeitraum: 1987-94, 112 Beobachtungen, 96 Freiheitsgrade				
Schätzung mit:	$a_2$	$a_3$	$R^2$	DW
RAWD = Realer Außenwert auf Basis der Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft	0,020 (3,89)	-0,021 (-4,09)	0,70	1,54
RAWD = Realer Außenwert auf Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes	0,028 (4,27)	-0,019 (-2,80)	0,66	1,52

\*) t-Werte in Klammern; die geschätzten Konstanten  $a_{i1}$  für die einzelnen Länder werden hier nicht berichtet.

Die geschätzten Koeffizienten für das relative Marktwachstum Deutschlands und den gewogenen realen Außenwert der D-Mark sind signifikant und besitzen die erwarteten

Vorzeichen. Die Schätzgleichungen weisen eine relativ gute Erklärungskraft auf, wenn man berücksichtigt, daß selbst die Jahreswerte für die Direktinvestitionen der kleineren OECD-Länder in Deutschland noch erheblichen, durch Großtransaktionen verursachten, Schwankungen unterliegen. Die Direktinvestitionen der OECD-Länder in Deutschland sind danach im betrachteten Zeitraum positiv abhängig von der Entwicklung des realen BIP in Deutschland im Vergleich zum OECD-Durchschnitt und negativ vom realen Außenwert der D-Mark. Hinsichtlich der Güte der Schätzungen schneidet der reale Außenwert auf Basis der Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft etwas besser ab als der reale Außenwert der D-Mark auf Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes. Wenn Deutschland um einen Prozentpunkt stärker wächst als seine potentiellen „Konkurrenten“ für ausländische Direktinvestitionen, dann steigen ceteris paribus die Direktinvestitionen jedes der betrachteten OECD-Länder in Deutschland im Verhältnis zu den gesamten Direktinvestitionen der 14 OECD-Länder im Ausland rein rechnerisch um 0,020 Prozentpunkte. Dies scheint auf den ersten Blick nicht sehr viel zu sein. Aggregiert über die 14 Investorenländer bedeutet dies jedoch eine Zunahme der Direktinvestitionen in Deutschland um rund 1 Mrd DM bei gesamten Direktinvestitionen der OECD-Länder im Ausland von rund 200 Mrd Dollar. Umgekehrt fallen die Direktinvestitionen der einzelnen OECD-Länder in Deutschland in Relation zu den gesamten Direktinvestitionen dieses Länderkreises um 0,021 Prozentpunkte, wenn der reale Außenwert der D-Mark auf Basis der Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft um einen Prozentpunkt steigt. Insgesamt führt damit eine einprozentige reale Aufwertung der D-Mark unter diesen Annahmen rein rechnerisch zu einem Rückgang der ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland um rund 1 Mrd DM.

Der Einigungsboom, währenddessen Deutschland einige Jahre ein deutlich höheres Wirtschaftswachstum als die anderen Industrieländer verzeichnete, und die deutliche reale Abwertung der D-Mark zwischen 1987 und 1991 erklären also die starke Zunahme der Direktinvestitionen der OECD-Länder in Deutschland Ende der 80er und Anfang der 90er Jahre (Schaubild 4). Die Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands aufgrund steigender Lohnkosten sowie der Aufwertung der D-Mark und das schwächere deutsche Wirtschaftswachstum haben dagegen in den Jahren 1992 und 1993 die Direktinvestitionen der Industrieländer in Deutschland merklich gedämpft.



#### 4.2. Querschnittsanalyse der Determinanten der regionalen Verteilung des Bestandes deutscher Direktinvestitionen in 40 Ländern

Zur Erklärung der deutschen Direktinvestitionen im Ausland werden die deutschen Bestands- und Zahlungsbilanzdaten verwendet. Mit Hilfe der Bestandsdaten, die nur als Jahreswerte zur Verfügung stehen, sollen zunächst in einer Querschnittsanalyse (*cross country*-Schätzung) verschiedene Determinanten der regionalen Verteilung der deutschen Direktinvestitionen im Ausland getestet werden, bevor im nächsten Abschnitt unter Verwendung der Quartalsdaten der Zahlungsbilanz eine Kointegrationsanalyse durchgeführt wird. Um zu sehen, ob sich die Bedeutung der einzelnen erklärenden Variablen im Verlauf der letzten Jahre verändert hat, wird die Querschnittsanalyse für drei Zeitpunkte, nämlich die Jahre 1984, 1989 und 1994 durchgeführt. Als Daten werden die unmittelbaren Bestände an deutschen Direktinvestitionen in 40 verschiedenen Ländern verwendet. In allen diesen Ländern erreichte das unmittelbare deutsche Unternehmensvermögen im Jahre 1994 mindestens 100 Millionen DM, und insgesamt entfielen auf diese Länder über 96 % des unmittelbaren deutschen Direktinvestitionsbestandes im Ausland.<sup>5</sup>

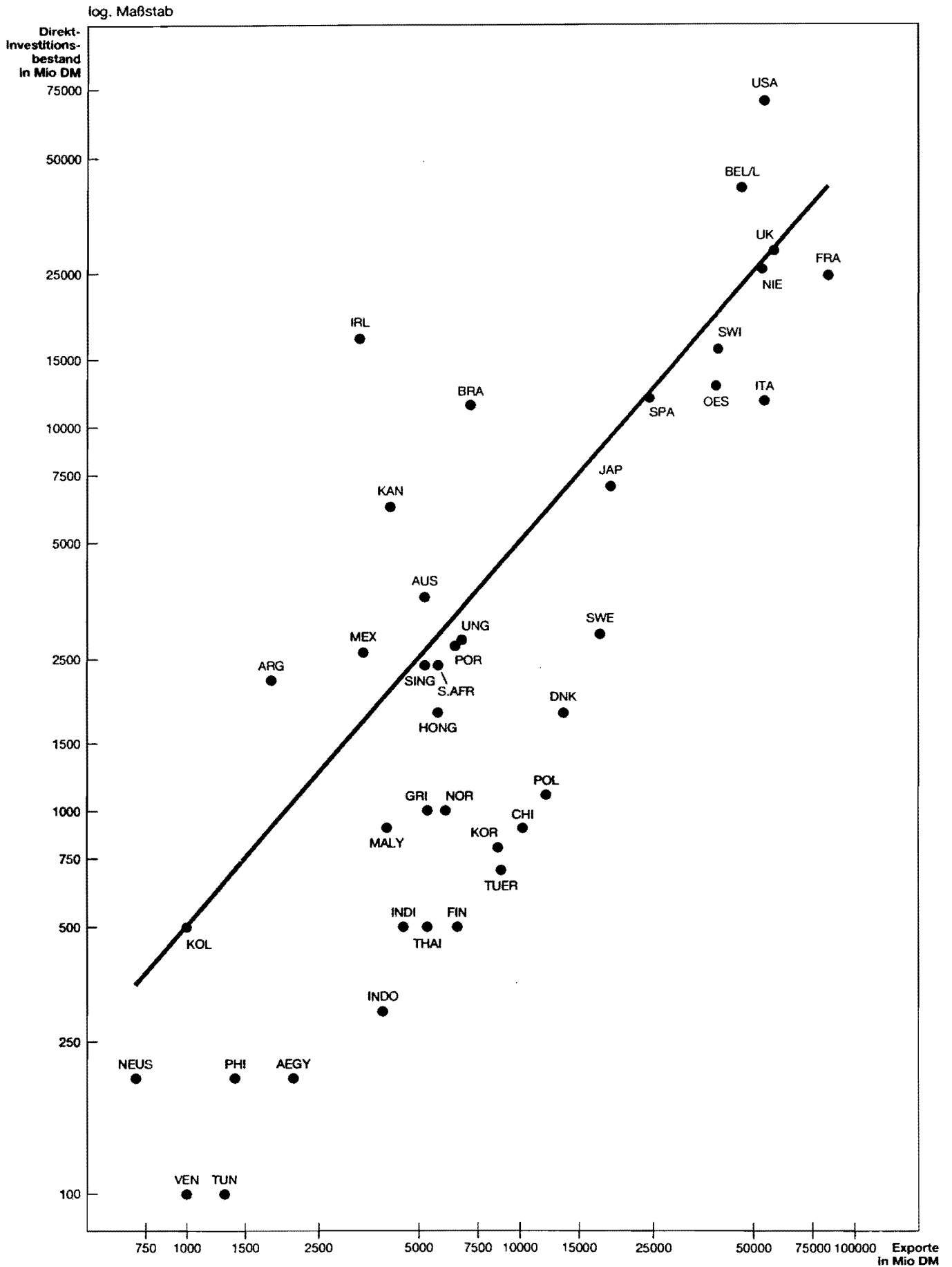
Parallel zur *Inflow*-Seite soll getestet werden, inwieweit die deutschen Direktinvestitionen im Ausland mit absatzorientierten Motiven zusammenhängen. Entsprechend den theoretischen Überlegungen im Abschnitt 3.2. werden die Abhängigkeit der deutschen Direktinvestitionen im Ausland von der Marktgröße der Zielländer sowie alternativ dazu von den deutschen Exporten empirisch getestet. Der enge Zusammenhang zwischen den deutschen Direktinvestitionen und den deutschen Exporten wird visuell schon recht deutlich, wenn man die regionale Struktur des deutschen Direktinvestitionsbestandes und der Exporte in 40 Ländern betrachtet (Schaubild 5).<sup>6</sup> Die deutschen Direktinvestitionen sind in der Tat in den

---

<sup>5</sup> Die Daten entstammen der Statistik der Bundesbank über die „Kapitalverflechtung mit dem Ausland“ (Beilage zum Statistischen Beiheft 3 zum Monatsbericht Mai 1996). Für die Analyse wurden nur die unmittelbaren und nicht die konsolidiert zusammengefaßten unmittelbaren und (über abhängige Holdinggesellschaften im Ausland bestehenden) mittelbaren Bestände deutscher Direktinvestitionen im Ausland verwendet, da letztere erst seit 1989 verfügbar sind und somit ein konsistenter Vergleich für die Jahre 1984, 1989, 1994 nicht möglich ist. Die regionale Struktur der mittelbaren deutschen Direktinvestitionen im Ausland weicht in der Regel nicht sehr stark von der der unmittelbaren Direktinvestitionen ab. Einige kleinere *Offshore*-Länder (Niederländische Antillen, Bermuda und Kaimaninseln) sowie einige neu entstandene osteuropäische Reformstaaten, in denen deutsche Unternehmen 1994 Direktinvestitionen von über 100 Mio DM besaßen, wurden nicht berücksichtigt, da für sie entweder keine oder nicht-konsistente Daten für die in der Analyse verwendeten unabhängigen Variablen vorliegen.

<sup>6</sup> In dem Schaubild und in den Schätzungen wird der Zusammenhang zwischen den Direktinvestitionsbeständen und den Exportströmen in einem bestimmten Jahr untersucht. Diese Vorgehensweise erscheint möglich, da sich die regionale Struktur der Exporte von Jahr zu Jahr nur wenig verändert hat und im Durchschnitt der letzten 10 Jahre nicht wesentlich von den einzelnen betrachteten Jahren abweicht.

# Zusammenhang deutscher Direktinvestitionen und Exporte in 40 Länder (1994) \*)



\*) Bestand an unmittelbaren deutschen Direktinvestitionen im Land i und Exporte Deutschlands in das Land i.

Ländern besonders hoch, in die relativ viele deutsche Exporte fließen. Die erste Schätzfunktion lautet folgendermaßen:

$$(1) \quad \ln DI_{i,t} = c_{1,t} + c_{2,t} \ln Y_{i,t} + c_{3,t} \ln P_{i,t} + \mu_t .$$

Die abhängige Variable  $DI_{i,t}$  symbolisiert den unmittelbaren Bestand deutscher Direktinvestitionen im Land  $i$  am Ende des Jahres  $t$ . Die Marktgröße des jeweiligen Ziellandes wird analog der Vorgehensweise von Hufbauer, Lakdawalla und Malani (1994) durch zwei Variablen gemessen: das Pro-Kopf-Einkommen im Land  $i$  ( $Y_{i,t}$ ) und die Bevölkerung des Landes  $i$  im Jahre  $t$  ( $P_{i,t}$ ).<sup>7</sup>  $c_{1,t}$  ist die geschätzte gemeinsame Konstante und  $c_{2,t}$  und  $c_{3,t}$  sind die zu schätzenden gemeinsamen Koeffizienten der unabhängigen Variablen,  $\mu_t$  bezeichnet die Störgröße.

In der Alternativschätzung wird die regionale Struktur der deutschen Direktinvestitionen mit der Struktur der deutschen Exporte erklärt, wobei  $Ex_{i,t}$  die deutschen Exporte in das Land  $i$  im Jahre  $t$  symbolisiert:

$$(2) \quad \ln DI_{i,t} = c_{1,t} + c_{2,t} \ln Ex_{i,t} + \mu_t$$

Die Ergebnisse der Schätzungen finden sich in Tabelle 15 auf der nächsten Seite.

Der Erklärungsbeitrag der in den beiden einfachen Schätzgleichungen getesteten Variablen für die regionale Verteilung des deutschen Direktinvestitionsbestandes ist für die letzten beiden untersuchten Jahre (1989 und 1994) mit rund 60 Prozent weitgehend gleich und auch recht hoch, wenn man berücksichtigt, daß in dem verwendeten Ländersample auch einige „Ausreißer“ wie Belgien/Luxemburg und Irland vertreten sind, in denen die hohen deutschen Direktinvestitionen weniger mit absatzorientierten Faktoren als mit steuerlichen Besonderheiten zusammenhängen dürften. In Schätzgleichung (1), die die regionale Verteilung der deutschen Direktinvestitionen mit der Marktgröße der Zielländer erklärt, sind die Koeffizienten der beiden Variablen signifikant positiv und über den betrachteten Zeitraum recht stabil. Das Pro-Kopf-Einkommen, das die Kaufkraft oder das Wohlstandsniveau der

---

<sup>7</sup> Die Daten über das Pro-Kopf-Einkommen und die Bevölkerung der einzelnen Länder wurden aus dem Weltbankbericht (verschiedene Jahrgänge) entnommen.

Determinanten der regionalen Verteilung der deutschen Direktinvestitionen im Ausland o)

Schätzgleichung (1): $\ln DI_{i,t} = c_{1,t} + c_{2,t} \ln Y_{i,t} + c_{3,t} \ln P_{i,t} + \gamma_{i,t}$ <sup>1)</sup>						
Jahr	Konstante (c <sub>1</sub> )	Pro-Kopf-Einkommen (c <sub>2</sub> )	Bevölkerung (c <sub>3</sub> )	Freiheitsgrade	$\bar{R}^2$	
1984	-12,72 (-6,24)	1,24 (6,02)	0,75 (4,53)	37	0,48	
1989	-13,98 (-7,66)	1,37 (7,90)	0,73 (4,51)	37	0,61	
1994	-12,90 (-7,39)	1,29 (8,10)	0,67 (4,68)	37	0,62	
Schätzgleichung (2): $\ln DI_{i,t} = c_{1,t} + c_{2,t} \ln Ex_{i,t} + \gamma_{i,t}$ <sup>1)</sup>						
Jahr	Konstante (c <sub>1</sub> )	Exporte (c <sub>2</sub> )	Freiheitsgrade	$\bar{R}^2$		
1984	-16,17 (-8,37)	1,05 (8,31)	38	0,64		
1989	-16,55 (-7,54)	1,07 (7,58)	38	0,59		
1994	-17,04 (-8,59)	1,13 (9,02)	38	0,67		

o) Bestand unmittelbarer deutscher Direktinvestitionen in 40 Ländern in den Jahren 1984, 1989 und 1994.

1) t-Werte in Klammern.

betrachteten Länder widerspiegelt, übt dabei anscheinend eine deutlich höhere Sogwirkung auf die deutschen Direktinvestitionen als die Bevölkerung aus. Deutsche Unternehmen sind überwiegend in relativ reichen Staaten vertreten. Demgegenüber scheint die Bevölkerung und damit das zukünftige Marktpotential eine etwas geringere Rolle als erklärende Variable für die deutschen Direktinvestitionen im Ausland zu spielen. Die deutschen Direktinvestitionen in den bevölkerungsreichen süd- und ostasiatischen Ländern mit einem noch relativ niedrigen Pro-Kopf-Einkommen, aber hohen Wachstumschancen (wie China, Indonesien, Thailand und Indien) sind vergleichsweise niedriger als in den reichen Staaten mit einer kleineren Bevölkerung.

Mit einem korrigierten Bestimmtheitsmaß von 67 % im Jahre 1994 weist Schätzgleichung (2) einen etwas besseren Erklärungsgehalt für die regionale Verteilung der deutschen Direktinvestitionen auf als Gleichung (1). Wie vermutet ist die regionale Verteilung der deutschen Direktinvestitionsbestände im Ausland weitgehend ähnlich der Struktur der deutschen Exporte. Der geschätzte Parameter für die Exporte ist in allen drei betrachteten Jahren signifikant und scheint einen leicht steigenden Trend aufzuweisen. Rein rechnerisch betrachtet sind im Jahre 1994 um ein Prozent höhere Exporte in das Land  $i$  mit einem um 1,13 Prozent höheren Bestand an deutschen Direktinvestitionen in diesem Land verbunden gewesen. Das gute Schätzergebnis für die Exporte als Determinante der Direktinvestitionen dürfte damit zu erklären sein, daß die Exporte ein guter Indikator für verschiedene absatzrelevante Standorteigenschaften potentieller Zielländer sind. Ein relativ wohlhabendes Land mit einem großen Absatzmarkt und einem hohen Wachstum(spotential) übt eine starke Anziehungskraft für deutsche Unternehmen aus. Gleichzeitig wird das betrachtete Land relativ viele hochwertige Güter aus dem Ausland importieren, wovon Deutschland als der zweitgrößte Exporteur der Welt zwangsläufig profitiert. Steigende Exporte und ein zunehmendes Engagement deutscher Unternehmen in einem großen und wachsenden Markt gehen also Hand in Hand.

Als Zwischenfazit läßt sich festhalten, daß die deutschen Direktinvestitionen anscheinend stark von der Entwicklung der ausländischen Absatzmärkte und der deutschen Exporte bestimmt werden, die freilich nicht unabhängig von der (preislichen) Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exporteure sind. Neben Absatzfaktoren dürften Kostenfaktoren allerdings auch unmittelbar die Entwicklung der deutschen Direktinvestitionen im Ausland beeinflussen. Die relative Kostensituation konnte in dieser einfachen Querschnittsanalyse allerdings nicht

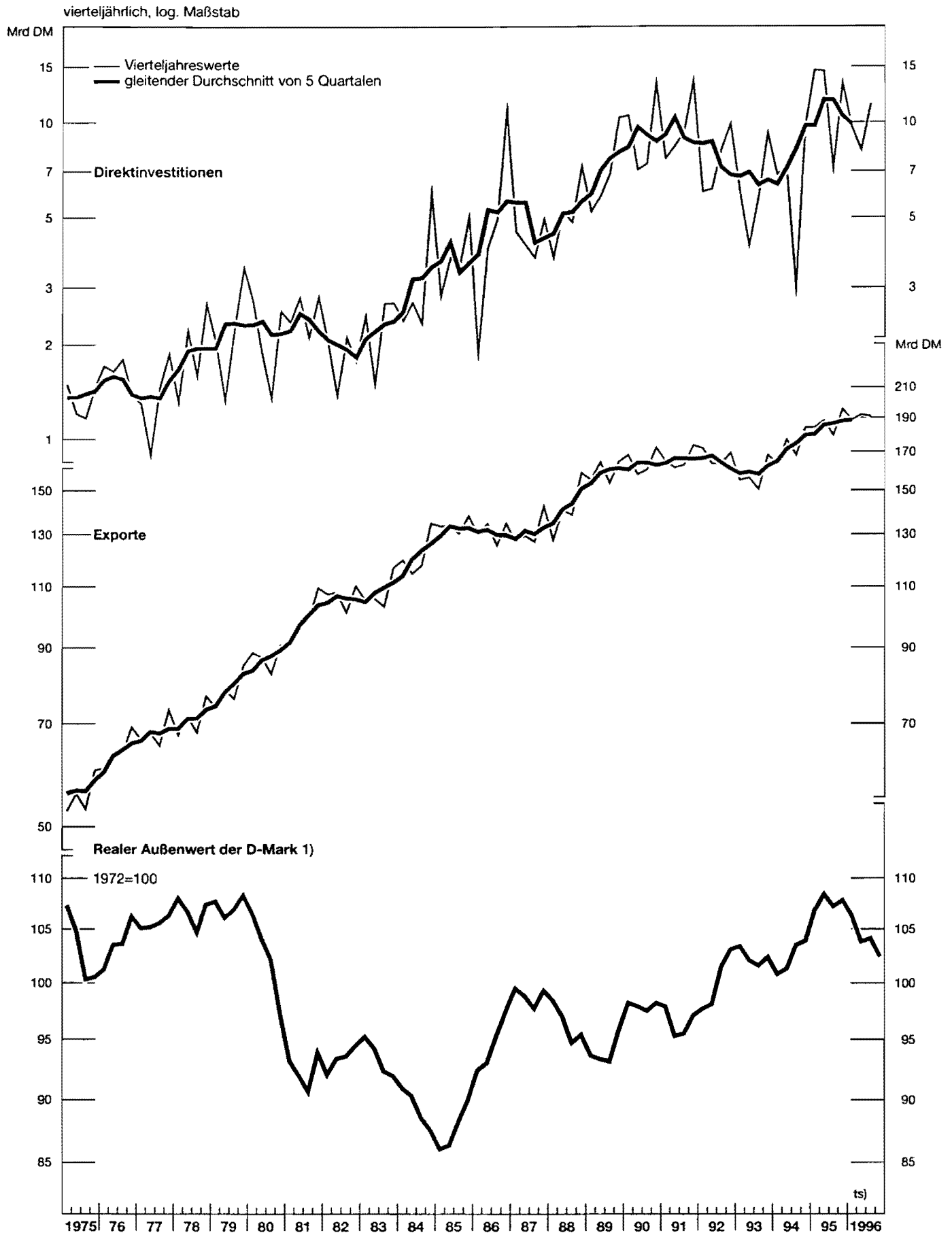
explizit berücksichtigt werden, da kein Indikator zur Verfügung steht, der das absolute Kostenniveau in den einzelnen Ländern im Vergleich zu Deutschland unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Produktivitäten in den betrachteten Jahren angemessen erfaßt. Inwieweit Veränderungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit des Standortes Deutschland neben absatzorientierten Motiven die Entwicklung der deutschen Direktinvestitionen im Ausland beeinflussen, kann jedoch mit einem Fehlerkorrekturmodell unter Verwendung des realen Außenwerts der D-Mark und der deutschen Exporte getestet werden.

#### **4.3. Erklärung der deutschen Direktinvestitionen im Ausland mit Hilfe eines Fehlerkorrekturmodells**

Im folgenden soll die Entwicklung der deutschen Direktinvestitionen im Ausland mit Hilfe eines Fehlerkorrekturmodells erklärt werden. Ein solches Modell ist besonders dazu geeignet, den in den vorangegangenen Überlegungen und ersten empirischen Ergebnissen abgeleiteten langfristigen Zusammenhang zwischen den Direktinvestitionen im Ausland und den Exporten sowie der preislichen Wettbewerbsfähigkeit des Standortes Deutschland zu überprüfen und zusätzlich Aussagen über die kurzfristige Anpassungsdynamik an das längerfristige Gleichgewicht zu treffen. Die Vorgehensweise stützt sich dabei auf das von Engle und Granger (1987) entwickelte zweistufige Verfahren. Nachdem zunächst der erforderliche Integrationsgrad der verwendeten Zeitreihen untersucht wird, soll im Rahmen einer Kointegrationsanalyse die Langfristbeziehung der Variablen (in Niveauform) geschätzt werden. Im nächsten Schritt wird die Existenz einer Kointegrationsbeziehung mit Hilfe der Fehlerkorrekturgleichung überprüft, die die Variablen in differenzierter Form verwendet und die um ein Quartal verzögerten Residuen der Langfristregression als „Anpassungsdruckvariable“ (Fehlerkorrekturterm) übernimmt.

Für die Schätzung wird auf die logarithmierten Quartalsdaten der deutschen Direktinvestitionen im Ausland aus der Zahlungsbilanzstatistik für den Zeitraum vom 1. Vierteljahr 1975 bis zum 3. Vierteljahr 1996 zurückgegriffen. Die Direktinvestitionen im Ausland werden mit der Entwicklung der deutschen Exporte (Warenexporte bzw. alternativ Exporte von Waren und Dienstleistungen) und dem realen Außenwert der D-Mark auf Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes als Indikator für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Standortes erklärt. Es wird also davon ausgegangen, daß die Exporte die

# Deutsche Direktinvestitionen im Ausland, Exporte und realer Außenwert



1) Gewogener realer Außenwert der D-Mark gegenüber 18 Industrieländern (Außenwert auf Basis der Deflatoren des Gesamtumsatzes, Gewichtung gemäß Außenwertberechnungen der Bundesbank.)

Direktinvestitionen bestimmen und nicht umgekehrt. Wie in den theoretischen Ausführungen im Abschnitt 3.2. diskutiert wurde, kann auch ein Kausalzusammenhang in der Art bestehen, daß zunehmende Direktinvestitionen im Ausland steigende Exporte nach sich ziehen.<sup>8</sup> Alternativ zum realen Außenwert auf der Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes werden auch Schätzungen mit einem weiteren breiten Indikator (auf Basis der Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft) durchgeführt, deren Ergebnisse kurz berichtet werden. Schaubild 6 zeigt, daß die deutschen Direktinvestitionen im Ausland unter anderem aufgrund von Großtransaktionen von Quartal zu Quartal größeren Schwankungen und auch einer spezifischen Saisonstruktur unterliegen, mit steigenden Direktinvestitionen im letzten Quartal eines jeden Jahres. Aus diesem Grund werden zusätzlich Saisondummies in die Langfristgleichung einbezogen und getestet.

**Stationaritätstests für Direktinvestitionen, Exporte und realen Außenwert der D-Mark 1)**

Tabelle 16

1. Vj. 1975 bis 3. Vj. 1996

Variable	Spezifikation 2)	Verzögerung	t-Wert
Niveau			
di	C, T	4	- 2,76 ***
ex	C, T	4	- 2,10 **
exwd	C, T	4	- 2,06 **
raw	C	1	- 1,84 *
rawlg	C	1	- 2,30 **
Erste Differenz			
$\Delta$ di	N	0	- 14,1 ***
$\Delta$ ex	N	0	-15,4 ***
$\Delta$ exwd	N	0	-14,4 ***
$\Delta$ raw	N	0	-6,6 ***
$\Delta$ rawlg	N	0	-7,3 ***
<p>1) Vergleich der t-Werte mit den kritischen Werten von J.G. MacKinnon, Critical Values for Cointegration Tests, in: R.F. Engle and C.W.J. Granger (eds.): Long-Run Economic Relationships, Oxford 1991. - 2) C = Konstante, T = Trend, N = Keine Konstante und kein deterministischer Trend. *, **, *** = signifikant auf einem Niveau von 1%, 5%, 10%.</p>			

<sup>8</sup> Der Zusammenhang zwischen Exporten und Direktinvestitionen und der Einfluß von dritten Variablen auf die beiden Größen kann auch ohne a-priori-Restriktionen mit Hilfe eines vektorautoregressiven Modells analysiert und getestet werden. Ein solches Modell findet sich z.B. bei Jungmittag (1996), der den Zusammenhang zwischen den deutschen Direktinvestitionen und den deutschen Exporten in vier Zielländer empirisch untersucht. Er kommt dabei zu dem Ergebnis, daß die deutschen Direktinvestitionen und Exporte in die USA in einer komplementären und die Direktinvestitionen und Exporte nach Großbritannien und Frankreich in einer substitutiven Beziehung stehen.



Wie aus Tabelle 16 ersichtlich, sind alle in der Schätzung verwendeten Variablen integriert vom Grade 1, das heißt, sie sind differenzenstationär. Damit ist die Grundvoraussetzung zur Anwendung der hier durchgeführten Verfahren erfüllt. Die Ergebnisse der Schätzungen für die langfristige Kointegrationsbeziehung und die kurzfristige Anpassungsdynamik sind in Tabelle 17 angegeben. Der vermutete langfristige Zusammenhang zwischen den deutschen Direktinvestitionen im Ausland und den Exporten sowie der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands wird durch die Schätzung bestätigt. Im langfristigen Durchschnitt der letzten 20 Jahre war eine Zunahme der Exporte um 1 % ceteris paribus mit einem Anstieg der Direktinvestitionen im Ausland um knapp 2 % verbunden. Verstärkt wird der von den Exporten ausgehende Einfluß durch eine Verschlechterung der preislichen Wettbewerbssituation in Deutschland in Relation zum Ausland. Eine reale Aufwertung der D-Mark um 1 % hatte im langfristigen Durchschnitt ceteris paribus eine Zunahme der deutschen Direktinvestitionen um 2 ½ % zur Folge. Die geschilderten Effekte sind praktisch identisch, wenn allein die Warenexporte oder die Exporte von Waren und Dienstleistungen als erklärende Variablen in die Schätzgleichungen eingehen. Verwendet man alternativ zum realen Außenwert auf Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes den realen Außenwert auf Basis der Lohnstückkosten der Gesamtwirtschaft, so ändern sich auch hier die Ergebnisse kaum. Lediglich eine Schätzung mit dem realen Außenwert auf Basis der Lohnstückkosten des Verarbeitenden Gewerbes bringt in der Kurzfristregression keine signifikanten Ergebnisse. Hierin spiegelt sich wohl die Tatsache wider, daß von den deutschen Direktinvestitionen im Ausland weniger als die Hälfte auf Direktinvestitionen des Verarbeitenden Gewerbes entfällt. Wie vermutet ist eine Saisondummy für das vierte Quartal signifikant. Im letzten Vierteljahr liegen die Direktinvestitionen im langfristigen Durchschnitt um rund ein Viertel höher als in den anderen drei Quartalen jeden Jahres. Der Erklärungsbeitrag der Langfristgleichung ist mit einem korrigierten Bestimmtheitsmaß von 0,84 relativ hoch.

Bei der Spezifizierung der Fehlerkorrekturgleichung werden zunächst jeweils die periodengleichen Werte und bis zu vier Verzögerungen der endogenen (Direktinvestitionen) und exogenen Variablen (Exporte sowie realer Außenwert) berücksichtigt.<sup>9</sup> In dem

---

<sup>9</sup> Die Fehlerkorrekturgleichung wird in Differenzen gegenüber dem Vorjahresquartal definiert.

**Deutsche Direktinvestitionen im Ausland in Abhängigkeit von den deutschen Exporten und dem realen Außenwert der D-Mark**

- Schätzzeitraum: 1. Vj. 1975 - 3. Vj. 1996 -

<b>Langfristgleichung</b>						
$di_t = a_0 + a_1 ex_t + a_2 raw_t + a_3 seas(4) + \vartheta_t$						
Gleichung mit ...	$a_0$	$a_1$	$a_2$	$a_3$	$\bar{R}^2$	DW
ex = Warenexporte	-24,58 (- 8,50)	1,85 (20,83)	2,44 (4,55)	0,24 (3,18)	0,84	1,40
exwd = Exporte von Waren und Dienstleistungen	-25,21 (8,59)	1,86 (20,61)	2,48 (4,59)	0,24 (3,24)	0,84	1,36
<b>Fehlerkorrekturgleichung</b>						
$\Delta_4 di_t = b_1 \Delta_4 ex_t + b_2 \Delta_4 raw_t + b_3 ect_{t-4} + \varphi_t$						
Gleichung mit ...	$b_1$	$b_2$	$b_3$	$\bar{R}^2$	DW	
ex = Warenexporte	1,73 (4,54)	1,98 (2,62)	-0,84 (- 7,70)	0,46	1,45	
exwd = Exporte von Waren und Dienstleistungen	1,80 (4,58)	2,04 (2,68)	- 0,82 (- 7,55)	0,45	1,42	

nachfolgenden Auswahlprozeß werden die nicht signifikanten Koeffizienten (Irrtumswahrscheinlichkeit > 5 %) sukzessive gleich Null gesetzt.<sup>10</sup> Wie aus Tabelle 17 hervorgeht, ist der Erklärungsbeitrag der „Kurzfristgleichung“ mit einem korrigierten Bestimmtheitsmaß von 45 % aufgrund der starken vierteljährlichen Schwankungen der Direktinvestitionen erwartungsgemäß deutlich niedriger als für die Langfristgleichung. Die kurzfristigen Anpassungsvorgänge werden neben dem Fehlerkorrekturterm (ect) ebenfalls

<sup>10</sup> Vgl. Henry/Richard (1983).

durch die Entwicklung der Exporte und des realen Außenwerts erklärt. Der Koeffizient des Fehlerkorrekturterms ist negativ und auf dem 1 %-Niveau signifikant, so daß langfristig die Koeffizienten der Kointegrationsbeziehung zum Tragen kommen.<sup>11</sup> Der sehr hohe Wert des Koeffizienten (über 0,80) deutet dabei darauf hin, daß auch starke kurzfristige Abweichungen bedingt durch überraschende Entwicklungen bei den Exporten oder dem realen Wechselkurs relativ schnell „korrigiert“ werden. Der Einfluß der Exportvariablen und des realen Außenwerts sind signifikant positiv, wobei die entsprechende Elastizität des realen Außenwerts kurzfristig etwas geringer als in der langen Frist ist. Für den realen Außenwert beträgt sie rund 2 % und für die Exporte  $1\frac{3}{4}$  %.

Die vorgelegten Ergebnisse stützen damit die These eines engen Zusammenhangs zwischen den deutschen Direktinvestitionen im Ausland und den deutschen Exporten, wie er auch mit Hilfe der Querschnittsanalyse über die regionale Verteilung der deutschen Direktinvestitionsbestände im Ausland nachgewiesen wurde. Darüber hinaus konnte mit Hilfe des Kointegrationsansatzes gezeigt werden, daß Verschlechterungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit des Standortes Deutschland - soweit sie sich im hier verwendeten Indikator des realen Außenwerts der D-Mark niederschlagen - zu einer zusätzlichen Verlagerung von Aktivitäten deutscher Unternehmen in das Ausland führen. Dieses Ergebnis ist konsistent mit den Ergebnissen der Zeitreihen- und Querschnittsanalyse der Determinanten der ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland in Abschnitt 4.1., wonach eine Verteuerung des deutschen Standortes im Vergleich zu den anderen Industrieländern das ausländische unternehmerische Engagement in Deutschland im betrachteten Zeitraum dämpft.

---

<sup>11</sup> Da der t-Wert des Fehlerkorrekturterms in der Kurzfristbeziehung über 7,0 liegt, kann die Nullhypothese der Nicht-Kointegration mit einem Signifikanzniveau von 1 % abgelehnt werden. Vgl. Kremers, Ericsson, Dolado (1992) und MacKinnon (1991), Tabelle 1, S. 275.

## **5. Direktinvestitionen und Standort Deutschland: Zusammenfassung und wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen**

Die grenzüberschreitenden Direktinvestitionen spielen in der Debatte über den Wirtschaftsstandort Deutschland eine große Rolle. Die vorliegende Arbeit nahm dies zum Anlaß, zunächst die Aussagekraft der Direktinvestitionsdaten, die statistischen Erfassungsprobleme und insbesondere die Problematik internationaler Vergleiche etwas genauer zu untersuchen. Dabei zeigte sich, daß die Zahlungsbilanzdaten über Direktinvestitionen nur begrenzte Aussagen über die Qualität eines Landes als Investitions- und Produktionsstandort erlauben.

Internationale Vergleiche von Direktinvestitionsströmen, die oft für eine Bewertung verschiedener Standorte durchgeführt werden, können zudem aufgrund der national immer noch sehr unterschiedlichen Erfassungsmethoden nur mit großer Vorsicht angestellt werden. Die unterschiedliche Erfassungspraxis führt im Fall von Deutschland dazu, daß die in der deutschen Zahlungsbilanz erfaßten Direktinvestitionszuflüsse aus dem Ausland das relative Engagement ausländischer Unternehmen in Deutschland über einen längeren Zeitraum unterzeichnen. Die Daten von 18 Industrieländern zeigen, daß Deutschland insbesondere in den Jahren 1989 bis 1991 einen deutlich höheren Anteil an deren Direktinvestitionen im Ausland an sich ziehen konnte. Danach schwächte sich das Engagement ausländischer Unternehmen in Deutschland allerdings wieder merklich ab. Im Gegensatz zur *Inflow*-Seite geben die verschiedenen Datenquellen auf der *Outflow*-Seite ein einheitlicheres Bild eines seit Jahren anhaltend hohen Engagements deutscher Unternehmen im Ausland.

Die hohen deutschen Direktinvestitionen im Ausland und der niedrigere Zustrom in das Inland haben eine Vielzahl von Ursachen, die im einzelnen oft nur sehr schwierig empirisch zu testen sind, da vielfach geeignete Indikatoren zur Messung der Motive und Standortfaktoren fehlen, die die Direktinvestitionsentscheidungen multinationaler Unternehmen beeinflussen. Deshalb wurde die empirische Analyse in der vorliegenden Arbeit auf den Einfluß von absatz- und kostenorientierten Standortfaktoren begrenzt, die in Unternehmensbefragungen und in der wirtschaftspolitischen Debatte am häufigsten genannt werden und für die relativ gut abgesicherte, „objektive“ Indikatoren abgeleitet werden konnten.

In den empirischen Untersuchungen hat sich gezeigt, daß die deutschen Direktinvestitionen im Ausland vor allem aus absatzstrategischen Überlegungen heraus getätigt werden. Deutsche Unternehmen investieren im Ausland, um bestehende Märkte zu sichern bzw. auszubauen sowie neue Absatzmärkte zu erschließen. Die deutschen Direktinvestitionen im Ausland entwickeln sich somit parallel zu den Exporten und sind daher für sich genommen kein

eindeutiges Indiz für eine Standortschwäche. Der von absatzstrategischen Motiven ausgehende Druck zur Expansion in das Ausland wird allerdings durch steigende Preise und Kosten im Inland verstärkt. In Phasen einer deutlichen Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit des Standortes Deutschland - wie in den Jahren 1992 bis 1995 - haben deutsche Unternehmen zunehmend ihre Produktionsstandorte in das Ausland verlagert.

Spiegelbildlich zu den inländischen Unternehmen reagieren auch die ausländischen Unternehmen auf relative Veränderungen der Absatz- und Kostenentwicklung. In einer länderübergreifenden Zeitreihenanalyse konnte gezeigt werden, daß die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland positiv von einem Wachstumsvorsprung der deutschen Wirtschaft und negativ von einer Verschlechterung der relativen preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands - gemessen am realen Außenwert der D-Mark - beeinflußt werden. In den Jahren 1989 bis 1991, als Deutschland ein höheres Wirtschaftswachstum als die anderen Industrieländer aufwies und die relative Kostensituation günstiger war, stiegen die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland im Vergleich zu den anderen Industriestaaten deutlich an.

Der zunehmend negative Saldo der grenzüberschreitenden Direktinvestitionen in den letzten Jahren dürfte damit im wesentlichen auf das vergleichsweise schwache Wirtschaftswachstum Deutschlands und die relative Verteuerung des deutschen Standorts zurückzuführen sein. Eine Umkehr in dieser Entwicklung ist nur dann zu erwarten, wenn im Inland wieder die Wachstumskräfte gestärkt und die Preis- und Kostenentwicklung unter Kontrolle gehalten werden können. Dies könnte zu einem allmählichen Anstieg des ausländischen unternehmerischen Engagements in Deutschland führen und kostenbedingte Verlagerungen inländischer Produktion in das Ausland bremsen.

## Literaturverzeichnis

- Agarwal, J.P. (1980): Determinants of Foreign Direct Investment: A Survey, *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 116, Heft 4/1980.
- Agarwal, J.P. (1996): Does Foreign Direct Investment Contribute to Unemployment in Home Countries? - An Empirical Survey, *Kieler Arbeitspapiere Nr. 765*, Institut für Weltwirtschaft, Kiel 1996.
- Balasubramanyam, V.N.; Greenaway, D. (1992): Economic Integration and Foreign Direct Investment, Japanese Investment in the EC, *Journal of Common Market Studies*, Bd. 30, No. 2, S. 175-193.
- Barrell, R.; Pain, N.; Hubert, F. (1996): Regionalism, Innovation and the Location of German Direct Investment, *National Institute of Economic and Social Research, Discussion Paper No. 91*, 1996.
- Beyfuß, J.; Kitterer, B.H.-J. (1990): Deutsche Direktinvestitionen im Ausland, Bestandsaufnahme und Ergebnisse einer Unternehmensbefragung, *Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik*, Institut der deutschen Wirtschaft, Köln, Heft 137, 1990.
- Beyfuß, J. (1992): Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland, *Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik*, Institut der deutschen Wirtschaft, Nr. 205, 1992.
- Bittlingmayer, G. (1996): Merger as a Form of Investment, *Kyklos*, Vol 49, 1996, S. 127-153.
- Bloomström, M. (1991): Host Country Benefits of Foreign Investment, in: D. Mc Fetridge (Hrsg.): *Foreign Investment, Technology and Economic Growth* (Calgary: The University of Calgary Press), S. 93-109.
- Bloomström, M.; Lipsey, R.E.; Kulchycky, K. (1988): US and Swedish Direct Investment and Exports, in: Baldwin, et al. (1988): *Trade Policy Issues and Empirical Analysis*, Chicago 1988, S. 259-97.

- Cantwell, J. (1994): The Relationship between International Trade and International Production, in: Greenaway, D.; Winters, A.L. (Hrsg.): Surveys in International Trade, Blackwell, Oxford, Cambridge, Mass. 1994, S.
- Caves, R. E. (1988): Exchange-Rate Movements and Foreign Direct Investment in the United States, Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper No. 1383, Cambridge, Mass., May 1988.
- Culem, C. (1988): The Locational Determinants of Direct Investment Among Industrialized Countries, European Economic Review, 32, S. 885-904.
- Cushman, D.O. (1987): The Effect of Real Wages and Labor Productivity on Foreign Direct Investment, Southern Economic Journal, S. 174-185.
- Deutsche Bundesbank (1989): Aktualisierung der Außenwertberechnung für die D-Mark und fremde Währungen, Monatsbericht April 1989, S. 44 ff.
- Deutsche Bundesbank (1990): Die Zahlungsbilanzstatistik der Bundesrepublik Deutschland - Inhalt, Aufbau und methodische Grundlagen, Sonderdruck der Deutschen Bundesbank Nr. 8, Frankfurt a.M. 1990.
- Deutsche Bundesbank (1993): Die Entwicklung der Kapitalverflechtung der Unternehmen mit dem Ausland von Ende 1989 bis Ende 1991, Monatsbericht April 1993, S. 33-49.
- Deutsche Bundesbank (1995): Die Entwicklung der Kapitalverflechtung der Unternehmen mit dem Ausland von Ende 1991 bis Ende 1993, Monatsbericht Mai 1995, S. 45-60.
- Deutsche Bundesbank (1994): Reale Wechselkurse als Indikatoren der internationalen Wettbewerbsfähigkeit, Monatsbericht Mai 1994, S. 47-60.
- Deutsche Bundesbank (1996): Kapitalverflechtung mit dem Ausland, Statistische Sonderveröffentlichung 10, Mai 1996.
- Deutsche Bundesbank (1997a): Zur Problematik internationaler Vergleiche von Direktinvestitionsströmen, Monatsbericht Mai 1997, S. 79-86.

- Deutsche Bundesbank (1997b): Die Entwicklung der Kapitalverflechtung der Unternehmen mit dem Ausland von Ende 1993 bis Ende 1995, Monatsbericht Mai 1997, S. 63-78.
- Deutsche Bundesbank (1997c): Die Aktie als Finanzierungs- und Anlageinstrument, Monatsbericht Januar 1997, S. 27-41.
- Dewenter, K. L. (1995): Do Exchange Rate Changes Drive Foreign Direct Investment?, *Journal of Business*, Vol. 68, 1995, S. 405-433.
- DIHT - Deutscher Industrie- und Handelstag (1996): Produktionsverlagerung als Element der Auslandsinvestitionen, Ergebnisse einer Unternehmensbefragung im Herbst 1996, Bonn 1996.
- Dunning, J.H. (1977): Trade, Location of Economic Activity and the MNE: A Search for an Eclectic Theory, in: Ohlin, B. u.a. (Hrsg.): *The International Allocation of Economic Activity*, London, Basingstoke 1977, S. 395-418.
- Dunning, J.H. (1979): Explaining Changing Patterns of International Production: In Defense of the Eclectic Theory, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 41, No. 4, 1977, S. 269-295.
- Dunning, J.H. (1988): The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions, *Journal of International Business Studies*, Vol. 19, 1988.
- Dunning, J.H. (1994): *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Wokingham, u.a. 1994.
- Edwards, J.; Fischer, K. (1994): *Banks, finance and investment in Germany*, Cambridge 1994.
- Engle, R.F.; Granger, C.W.J. (1987): Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing, *Econometrica*, Vol. 55, 1987, S. 251ff.
- Feldmann, R.A. (1994): Measures of External Competitiveness for Germany, IMF Working Paper No. 113/1994.



- Feldstein, M. (1994): The effects of outbound foreign direct investment on the domestic capital stock, NBER Working Paper No. 4668.
- Froot, K.A. (1993): Foreign Direct Investment, Chicago und London 1993.
- Froot, K.A.; Stein, J.C. (1991): Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, November 1991.
- Glaum, M. (1996): Internationalisierung und Unternehmenserfolg, Wiesbaden 1996.
- Graham, E.M.; Krugman, P.R. (1995): Foreign Direct Investment in the United States, Third Edition, Washington 1995.
- Gray, H. P. (1996): The Eclectic Paradigm: The Next Generation, Transnational Corporations, Vol. 5, No. 2, August 1996; S. 51-66.
- Henry, D.F.; Richard, J.F. (1983): The Econometric Analysis of Time Series, International Statistical Review, Vol. 51, 1983, S. 111-163.
- Hufbauer, G.; Lakdawalla, D. und Malani, A. (1994): Determinants of foreign direct investment and its connection to trade, UNCTAD Review (Geneva: United Nations), S. 39-51.
- ifo Institut (1996): Umfang und Bestimmungsgründe einfließender und ausfließender Direktinvestitionen ausgewählter Industrieländer - Entwicklung und Perspektiven, Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft, München 1996.
- International Monetary Fund (1992): Report on the Measurement of International Capital Flows, Washington, D.C., September 1992.
- International Monetary Fund (1993): Balance of Payments Manual, Fifth Edition, Washington, D.C. 1993.
- International Monetary Fund (1995): Balance of Payments Compilation Guide, Washington, D.C. 1995.

- Judge, G.G.; Hill, R.C.; Griffiths, W.E.; Lütkepohl, H.; Lee, T.C. (1982): Introduction to the Theory and Practice of Econometrics, New York, u.a. 1982.
- Jungmittag, A. (1996): Langfristige Zusammenhänge und kurzfristige Dynamiken zwischen Direktinvestitionen und Exporten, Berlin 1996.
- Klein, M.W.; Rosengren, E. (1990): Foreign Direct Investment Outflow from the United States, Worcester, MA and Boston 1990.
- Klodt, H.; Maurer, R. (1996): Internationale Direktinvestitionen: Determinanten und Konsequenzen für den Standort Deutschland, Kieler Diskussionsbeiträge, Nr. 284, November 1996.
- Köddermann, R. (1996): Sind Löhne und Steuern zu hoch? - Bemerkungen zur Standortdiskussion in Deutschland, ifo Schnelldienst, Nr. 20, 1996.
- Kremers, J.J.M.; Ericsson, N.R.; Dolado, J.J. (1992): The Power of Cointegration Tests, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 54, No. 3, 1992, S. 325-348.
- Lansbury, M., Pain, N.; Smidkova, K. (1996): Foreign Direct Investment in Central Europe Since 1990: An Econometric Study, National Institute Economic Review, May 1996, S. 104-114.
- Lizondo, J.S. (1991): Foreign Direct Investment, in: International Monetary Fund, Occasional Paper, No. 77, March 1991.
- MacKinnon, J.G. (1991): Critical Values for Cointegration Tests, in: Engle, R.F.; Granger, C.W.J. (Hrsg.); Long-Run Economic Relationships, Oxford University Press, S. 267-276.
- Maisch, C. (1996): Beurteilungskriterien für Auslandsinvestitionen deutscher Unternehmen, Frankfurt a.M. 1996.
- Moore, M.O. (1993): Determinants of German Manufacturing Direct Investment: 1980-1988, Weltwirtschaftliches Archiv, S. 120-135, 1993.

- Morgan Stanley (Richard Davidson und Markus Rösger): Privatisation: The Second Tranche, 1996.
- OECD (1991): Taxing Profits in a Global Economy - Domestic and International Issues, Paris 1991.
- OECD (1995a): Foreign Direct Investment, Trade and Employment, Paris 1995.
- OECD (1995b): Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, 3rd Edition, Paris 1995.
- OECD (1996): International Direct Investment Statistics Yearbook, Paris 1996.
- Pfaffermayr, M. (1996a): Foreign Outward Direct Investment and Exports in Austrian Manufacturing: Substitutes or Complements?, Weltwirtschaftliches Archiv, Vol. 132 1996.
- Pfaffermayr, M. (1996b): Direktinvestitionen im Ausland - Die Determinanten der Direktinvestitionen im Ausland und ihre Wirkung auf den Außenhandel, Heidelberg 1995.
- Ray, E.J. (1988): The Determinants of Foreign Direct Investment in the United States: 1979-85, in: Feenstra, R.C. (Hrsg.): Trade Policies for International Competitiveness, Chicago und London 1989, S. 53-77.
- RWI - Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (1996): RWI-Konjunkturbrief, Nr. 3, August 1996.
- Sherman, H.C. (1996): Globalisierung: Transnationale Unternehmen auf dem Vormarsch, IFO Schnelldienst, Nr. 23, 1996.
- Siebert, H. (Hrsg.) (1996): Steuerpolitik und Standortqualität, Expertisen zum Standort Deutschland, Tübingen 1996.
- Stevens, G.V.G. und Lipsey, R. (1992): Interactions between domestic and foreign investment, Journal of International Money and Finance, 11, S. 40-62.

- Thomson, S.; Woolcock, S. (1993): *Direct Investment and European Integration - Competition among Firms and Governments*, London 1993.
- United Nations Centre on Transitional Corporations (1992): *The Determinants of Foreign Direct Investment, A Survey of the Evidence*, United Nations, New York 1992.
- United Nations Centre on Transnational Corporations (1995): *World Investment Report 1995 - Transnational Corporations and Competitiveness*, New York und Genf 1995.
- United Nations Centre on Transnational Corporations (1996): *World Investment Report 1996 - Investment, Trade and International Policy Arrangements*, New York und Genf 1996.
- United Nations Centre on Transitional Corporations (1992): *The Determinants of Foreign Direct Investment, A Survey of the Evidence*, United Nations, New York 1992.
- Vernon, R. (1979): *The Product Cycle Hypothesis in the New International Environment*, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 41, S. 255-267.
- Veugelers, R. (1991): *Locational Determinants and Ranking of Host Countries: An Empirical Assessment*, *Kyklos*, Vol. 44, S. 363-382.
- Weichenrieder, A.J. (1995): *Besteuerung und Direktinvestitionen*, Tübingen 1995.
- Wheeler, D.; Mody, A. (1992): *International Investment Location Decisions*, *Journal of International Economics*, Vol. 33, 1992, S. 57-76.
- Wilhelm, M. (1996): *Motive deutscher und ausländischer Direktinvestoren*, ifo Schnelldienst, Nr. 16, 1996.
- WTO (1996): *Annual Report 1996, Volume I*, Genf 1996.

## Bisher erschienen in der vorliegenden Schriftenreihe:

Mai	1995	Der DM-Umlauf im Ausland	Franz Seitz
Juni	1995	Methodik und Technik der Bestimmung struktureller Budgetdefizite	Gerhard Ziebarth
Juli	1995	Der Informationsgehalt von Derivaten für die Geldpolitik – Implizite Volatilitäten und Wahrscheinlichkeiten	Holger Neuhaus
August	1995	Das Produktionspotential in Ostdeutschland	Thomas Westermann
Februar	1996	Sectoral disaggregation of German M3 *)	Vicky Read
März	1996	Geldmengenaggregate unter Berücksichtigung struktureller Veränderungen an den Finanzmärkten	Michael Scharnagl
März	1996	Der Einfluß der Zinsen auf den privaten Verbrauch in Deutschland	Hermann-Josef Hansen
Mai	1996	Market Reaction to Changes in German Official Interest Rates *)	Daniel C. Hardy
Mai	1996	Die Rolle des Vermögens in der Geldnachfrage	Dieter Gerdesmeier
August	1996	Intergenerative Verteilungseffekte öffentlicher Haushalte – Theoretische Konzepte und empirischer Befund für die Bundesrepublik Deutschland	Stephan Boll

\* Nur in englischer Sprache verfügbar.

August	1996	Der Einfluß des Wechselkurses auf die deutsche Handelsbilanz	Jörg Clostermann
Oktober	1996	Alternative Spezifikationen der deutschen Zinsstrukturkurve und ihr Informations- gehalt hinsichtlich der Inflation	Sebastian T. Schich
November	1996	Die Finanzierungsstruktur der Unternehmen und deren Reaktion auf monetäre Impulse Eine Analyse anhand der Unternehmensbilanzstatistik der Deutschen Bundesbank	Elmar Stöß
Januar	1997	Die Stabilisierungswirkungen von Mindestreserven	Ulrich Bindseil
Juni	1997	Direktinvestitionen und Standort Deutschland	Thomas Jost



