

# **Wandel währungspolitischer Arrangements**

## **Was tragen Multinationale Unternehmungen dazu bei?\***

Von Norbert Berthold, Würzburg

### **I. Einige einleitende Bemerkungen**

Von dem auch von der Wissenschaft über Jahrzehnte hinweg verbreiteten Optimismus, wonach sich flexible Wechselkurse weltweit vorteilhaft auf die wirtschaftliche Entwicklung auswirken (*Friedman*, 1953), ist nicht mehr viel zu spüren. Es existieren nicht mehr nur regionale Präferenzen für nominell festere Wechselkurse, wie beispielsweise im Europäischen Währungssystem, vielmehr sehnt man sich auch wieder weltweit nach währungspolitischen Arrangements, bei dem sich die relativen Preise auf den Devisenmärkten nicht mehr frei bilden können, weil sie entweder, wie bei nominell festen Wechselkursen, von den währungspolitischen Instanzen gesetzt oder aber, wie beim „managed floating“, über interventionistische Eingriffe der Notenbanken in die Devisenmärkte beeinflußt werden. Gefragt sind offensichtlich weniger marktliche, sondern vielmehr wieder stärker staatliche währungspolitische Lösungen (*Dornbusch / Frankel*, 1988). Während man seit einiger Zeit nicht nur auf nationaler Ebene bestrebt ist, die Güter- und Faktormärkte zu deregulieren, sondern mit dem europäischen Binnenmarktprojekt 1992 auch europaweit und in den GATT-Verhandlungen schließlich auch weltweit unter großen politischen Anstrengungen nach Lösungen sucht, die ökonomischen Märkte stärker zu integrieren, scheint man auf den Devisenmärkten genau den umgekehrten Weg einschlagen zu wollen.

Der Wert einer solchen währungspolitischen Kehrtwendung ist aber eher zweifelhaft. Der zeitliche Abstand zu vergangenen Ereignissen trübt zwar bisweilen nicht nur das Erinnerungsvermögen von Politikern, sondern ganz offensichtlich auch das mancher Währungstheoretiker. Dennoch scheint es angebracht, sich an die Erfahrungen mit Systemen nominell fester Wechsel-

---

\* Für hilfreiche Anmerkungen und Hinweise eines anonymen Gutachters möchte ich mich herzlich bedanken.

kurse, insbesondere an die Endphase des Systems von Bretton-Woods (*Marston*, 1988, 110 - 114), zu erinnern. In solchen kartellähnlichen währungs-politischen Vereinbarungen (*Vaubel*, 1988; *Willms*, 1988), die im allgemeinen vom ökonomisch stärksten Land dominiert werden, besteht für die beteiligten Länder ein Anreiz, sich nicht an die vereinbarten Spielregeln (*Frenkel / Goldstein*, 1988) zu halten. Der währungspolitische Zielkonflikt, der entsteht, weil die Politik mehr Ziele verfolgt als sie voneinander unabhängige Mittel hat (*Padoa-Schioppa*, 1988, 373), wird in einer Welt, in der die nominalen Wechselkurse fest, die Güter- und Faktormärkten unvollkommen, die internationalen Finanzmärkte aber stark integriert sind, zumeist nicht dadurch gelöst, daß das Leitwährungsland strikt stabilitätsorientierte Makro-Politiken verfolgt und die Nicht-Leitwährungsländer auf eigenständige makro-politische Aktivitäten verzichten. Vielmehr wählt man den Weg, daß man zunächst Ungleichgewichte in der Zahlungsbilanz zuläßt und schließlich die internationalen finanziellen Aktivitäten beschränkt (*Giovannini*, 1988, 12 - 17), sobald die divergierenden nationalen wirtschaftspolitischen Aktivitäten nicht mehr unter einen Hut zu bringen sind. Vor allem die „Weichwährungsländer“ entscheiden sich in einer solchen Dilemmasituation, in der ihre Währung unter einem Abwertungsdruck steht, zumeist für Kapitalverkehrskontrollen und sind nicht bereit, die kurzfristigen Zinssätze stark schwanken zu lassen (*Giavazzi / Giovannini*, 1986, 473; 1989).

Die Probleme bleiben grundsätzlich die gleichen, wenn man, wie dies gegenwärtig immer wieder in einem System flexibler Wechselkurse geschieht, die stark schwankenden nominellen und realen Währungsrelationen durch interventionistische staatliche Eingriffe auf den Devisenmärkten zu stabilisieren sucht. Es bleibt nämlich im allgemeinen nicht bei den – in der Regel wenig effizienten (*Obstfeld*, 1988a; *Marston*, 1988) – Interventionen der Notenbanken auf den Devisenmärkten, vielmehr besteht ein Anreiz, diese Aktivitäten durch dirigistische staatliche Eingriffe in die Finanzmärkte zu flankieren. Damit scheint es aber so, als ob nominell festere Wechselkurse in einer Welt unvollkommener Güter- und Faktormärkte, in der das Verhalten der nationalen monetären und fiskalischen politischen Instanzen nicht durch glaubwürdige nationale oder internationale Regeln gebändigt werden kann und es den nationalen Volkswirtschaften auch nicht gelingt, auf geld- und fiskalpolitischem Gebiet international effizient enger zusammen zu arbeiten, wohl nur möglich sind, wenn man die internationalen finanziellen Märkte durch administrative Eingriffe desintegriert (*Tobin*, 1982, 489; *Marston*, 1988, 117; *Dornbusch / Frankel*, 1988, 184 - 187). Solche staatlichen Interventionen verringern nun aber nicht nur den Handlungsspielraum von Anlegern und Kreditnehmern, sie reduzieren auch den Wett-

bewerb zwischen den Finanzintermediären zu Lasten von Sparern und Schuldern, erhöhen die „technischen“ Kosten der finanziellen Transaktionen und verhindern somit eine effizientere Allokation der finanziellen Ressourcen (*Bryant, 1987; Monti, 1987*).

Wenn aber unter den gegenwärtigen Bedingungen stabilere nominelle Wechselkurse nur um den Preis administrativer staatlicher Eingriffe in die internationalen Finanzmärkte zu haben sind, stellt sich die Frage, ob nicht vielleicht doch die unvollkommene marktliche Lösung flexibler Wechselkurse zu besseren Ergebnissen führt. Es spricht nämlich einiges dafür, daß stark schwankende Wechselkurse weniger auf ein „originäres“ Versagen der Devisenmärkte, sondern vielmehr auf reale, für die einzelnen Volkswirtschaften exogene Schocks, interne monotäre und reale Politikschicks, „sklerotisierte“ Güter- und Faktormärkte, aber auch auf staatliche Eingriffe in die Devisenmärkte selbst zurückzuführen sind (*Loef, 1988*). Sehr volatile Wechselkurse sind damit zum einen die unvermeidliche Anpassungsreaktion auf originäre Datenänderungen. Sie fallen zum anderen aber oft deshalb übermäßig stark aus, weil regulierende Eingriffe des Staates verhindern, daß die Anpassungslasten auf möglichst viele Märkte verteilt werden. Wenn aber vorwiegend der Devisenmarkt die gesamten Anpassungslasten verarbeiten muß, kann es nicht verwundern, wenn die Preise auf diesem Markt dazu neigen, über das Ziel hinauszuschießen (*Dornbusch, 1976*). Damit sind aber stark schwankende Wechselkurse eben oft auch das Ergebnis wirtschaftspolitischer Aktivitäten und Fehler (*Frenkel, 1985, 62*).

Die starken Schwankungen der Kurse in einem System flexibler Wechselkurse könnten verringert werden, wenn es zum einen gelänge, die bestehenden Unvollkommenheiten auf den nationalen Güter- und Faktormärkten zu verringern und die Märkte international stärker zu integrieren und es zum anderen möglich würde, das wirtschaftspolitische „stop and go“ auf nationaler Ebene zu beenden und die makro-politischen Aktivitäten stetiger zu gestalten. In einem solchen Falle verarbeiteten flexible Wechselkurse eintretende Datenänderungen effizient, administrative Eingriffe in die finanziellen Märkte würden überflüssig. Eine solche marktliche Lösung, die adäquate ordnungspolitische Rahmenbedingungen voraussetzt, scheint aber nur möglich, wenn es gelingt, die politischen Märkte effizienter zu gestalten (*Berthold, 1990, 461*). Nur bei einem intensiven Wettbewerb auf diesen Märkten werden die diskretionären Handlungsspielräume der politischen Entscheidungsträger begrenzt. Damit bestehen für diese auch Anreize, die ökonomischen Märkte stärker zu integrieren, die wirtschaftspolitischen Störungen zu verringern und auch auf den Devisenmärkten die effizientere marktliche Lösung flexibler Wechselkurse anzusteuern.

Die eigentlich spannende Frage bleibt aber: Wie kann es gelingen, daß man die politischen Entscheidungsträger dazu bringt, auf bestehende diskretionäre Handlungsspielräume zu verzichten? Neben den Möglichkeiten, den Einfluß der Wähler im politischen Prozeß zu stärken, die Macht organisierter Interessengruppen einzuschränken oder die Anforderungen an demokratische Mehrheiten zu erhöhen, wird ein intensiver internationaler Wettbewerb auf den ökonomischen Märkten oft als Lösung des Problems angesehen (*Streit*, 1987). Der mögliche Druck, der von international wettbewerblichen ökonomischen Märkten ausgeht und die politischen Akteure zu einem Verhalten auf den politischen Märkten zwingt, das zu effizienteren Lösungen auf den ökonomischen Märkten führt, kann sich aber erst entfalten, wenn auf diesen Märkten adäquate ordnungspolitische Rahmenbedingungen geschaffen wurden. Da diese aber nur realisiert werden können, wenn die politischen Märkte schon effizient arbeiten, scheint hier eine Lösung nur schwer denkbar.

Tatsächlich ist die Lage weit weniger deprimierend, als es zunächst den Anschein hat. Der marktliche Prozeß entwickelt nämlich von sich aus gewisse institutionelle Lösungen, die dazu beitragen, unbefriedigende ökonomische Ergebnisse zu korrigieren (*Farell*, 1987; *Frey / Eichenberger*, 1989). Bei ineffizienten marktlichen Lösungen, seien sie durch „originäres“ oder aber „politisch verursachtes“ Marktversagen zustande gekommen, entstehen für die Wirtschaftssubjekte gewisse Anreize, die wirtschaftlichen Transaktionen, die kostengünstiger innerhalb von Institutionen abgewickelt werden können, den ökonomischen Märkten zu entziehen (*Coase*, 1937; *Williamson*, 1975; *Rugman*, 1980; 1985; *Ethier*, 1986; *Vosgerau*, 1990) und diese auszutrocknen. Damit existiert aber ein Mechanismus, der auch bei unvollkommenen politischen Märkten hilft, ineffiziente ökonomische Ergebnisse zu korrigieren.

Meine These ist, daß die Multinationalen Unternehmungen ein solcher Selbstkorrekturmechanismus sind. Wenn nämlich die währungspolitischen Instanzen den marktlichen Koordinationsmechanismus auf den Devisenmärkten suspendieren und durch staatliche Lösungen ersetzen, geraten sie wegen der Folgen unvollkommener politischer Märkte – stark regulierte Güter- und Faktormärkte und weiterhin autonome nationale Makro-Politiken – unweigerlich in die typische währungspolitische Dilemmasituation, aus der sie schließlich nur noch glauben, entkommen zu können, wenn sie die internationalen finanziellen Transaktionen behindern. Die Multinationalen Unternehmungen nutzen aber die zwischen den verschiedenen Währungsräumen existierenden Arbitragemöglichkeiten, da sie wegen der vielfältigen Möglichkeiten unternehmensinterner kurzfristiger finanzieller

Transaktionen in verschiedenen Währungsgebieten, die aufgebauten staatlichen Hemmnisse und Behinderungen im internationalen Kapitalverkehr weitgehend umgehen können. Die spekulativen Attacken gegen die Währungsreserven von „Weichwährungsländern“, die auch nicht durch immer wasserdichtere dirigistischere Maßnahmen zu stoppen sind, tragen schließlich dazu bei, daß das Währungssystem kollabiert (*Krugman, 1979; Flood / Garber, 1984; Buiter, 1986; Obstfeld, 1984; 1988; Driffill, 1988*). Den währungspolitischen Instanzen bleibt schließlich nichts anderes übrig, als das System nominell fester Währungsrelationen aufzugeben und die Wechselkurse freizugeben.

## **II. Internationale Allokation kurzfristiger finanzieller Mittel über unternehmensinterne Finanzmärkte**

Die unternehmensinternen Finanzmärkte von Multinationalen Unternehmen können bei einem erheblichen kurzfristig mobilisierbaren Potential an finanziellen Mitteln allerdings nur unter bestimmten Bedingungen helfen, ineffiziente staatliche währungspolitische Arrangements zu korrigieren. Eine wesentliche Voraussetzung ist erfüllt, wenn sich dieses Potential effizient in verschiedene Währungsräume transferieren läßt. Dies ist aber nur möglich, wenn die Finanzfunktion in Multinationalen Unternehmen weitgehend zentralisiert ist und das kurzfristige Finanzmanagement auch über wirksame Instrumente verfügt, die finanziellen Mittel effizient über Ländergrenzen hinweg zu transferieren. Neben der Möglichkeit, kurzfristige finanzielle Transaktionen relativ schnell durchführen zu können, müssen Multinationale Unternehmen bestehende Gewinnmöglichkeiten auch erkennen. Dies erfordert aber ein gut ausgebautes, weltweit organisiertes Informationssystem, das die für die Entscheidungen des Finanzmanagements erforderlichen Informationen vermittelt.

### *1. Die kurzfristige Finanzpolitik von Multinationalen Unternehmen*

#### **a) Aufgaben des kurzfristigen Finanzmanagements Multinationaler Unternehmen**

Ob und inwieweit die Multinationalen Unternehmen das kurzfristig mobilisierbare Potential an finanziellen Mitteln einsetzen, hängt auch mit von der Zielsetzung der kurzfristigen Finanzpolitik ab. Die eigentliche Aufgabe des kurzfristigen Finanzmanagements besteht darin sicherzustellen, daß die Unternehmung jederzeit zahlungsfähig ist. Hierin unterscheidet sich

das Finanzmanagement Multinationaler Unternehmungen nicht von dem nationaler Unternehmungen. Konkret werden dem kurzfristigen Finanzmanagement zwei Aufgabenbereiche zugewiesen: Es muß einmal dafür sorgen, daß die kurzfristigen finanziellen Bilanzpositionen optimal strukturiert sind. Daneben kommt ihm die Aufgabe zu, das Währungsrisiko optimal zu managen (*Berthold*, 1981, 20 - 25; *Rugman / Lecraw / Booth*, 1985, 405 - 431).

Die Aufgabe des kurzfristigen Finanzmanagements, die kurzfristigen finanziellen Bilanzpositionen der Unternehmung international optimal zu positionieren, umfaßt nicht nur den Transfer kurzfristig in der Gesamtunternehmung frei verfügbarer finanzieller Mittel an den Ort des höchsten Ertrags inner- oder außerhalb der Unternehmung, sondern auch die kostengünstigste Beschaffung kurzfristiger finanzieller Mittel. Während sich nationale Unternehmungen vorwiegend an den Bedingungen auf nationalen Finanzmärkten orientieren, müssen Multinationale Unternehmungen nicht nur internationale Zinsdifferenzen, sondern auch die zukünftige Entwicklung der Wechselkurse berücksichtigen.

Dem kurzfristigen Finanzmanagement kommt daneben auch die Aufgabe zu, die Unternehmung gegen mögliche negative finanzielle Folgen schwankender Wechselkurse abzusichern. Die in verschiedenen Währungsräumen operierenden Multinationalen Unternehmungen sind unterschiedlichen Wechselkursrisiken ausgesetzt (*Berthold*, 1981, 115 - 131; *Rugman / Lecraw / Booth*, 1985, 414 - 420). Das am häufigsten diskutierte Währungsrisiko ist das sogenannte Bewertungsrisiko. Dabei handelt es sich um ein buchhalterisches Risiko, das bei der Konsolidierung der in verschiedenen Währungen ausgedrückten Nettovermögensbestände der einzelnen Niederlassungen zu der in der Währung der Muttergesellschaft formulierten Gesamtunternehmensbilanz auftreten kann, wenn sich die Wechselkurse zwischen zwei Bewertungsstichtagen verändern. Eine Abwertung der Währung eines Landes, in dem eine Niederlassung besteht, führt beispielsweise zu Verlusten, die zu Lasten des Periodengewinnes gehen. Dies kann das „standing“ der Unternehmung beeinträchtigen und die Dividendenausüttung verringern. Es wird befürchtet, daß damit sowohl die Fremdfinanzierung erschwert als auch die Aktienkursentwicklung und die Zuführung von Eigenkapital negativ beeinflusst wird.

Diese Verluste sind allerdings nicht real, wenn neben der Kaufkraft- auch die Zinssatzparität – „Fischer Open“ – erfüllt ist (*Aliber*, 1978a). Während beim nicht-monetären Nettovermögen mögliche Verluste einer Abwertung durch Wertsteigerungen aufgrund der höheren inländischen Preise ausgeglichen werden, entsprechen die Abwertungsverluste des monetären Netto-

vermögens dem kumulierten Mehrertrag aus den höheren inländischen Zinsen (*Aliber*, 1978a, 106). Erkennen die Anleger diese Zusammenhänge, wirken sich mögliche Währungsverluste, die aus einem Bewertungsrisiko resultieren, nicht auf die Entwicklung der Aktienkurse und die Möglichkeiten der Fremd- und Eigenfinanzierung aus (*Jacque*, 1978, 271).

Verschiedene empirische Untersuchungen haben allerdings zweierlei gezeigt: Während Kaufkraft- und Zinsparität zwar mittel- und langfristig erfüllt sind, gilt dies nicht für die kurze Frist. Daneben wurde auch festgestellt, daß Währungsabwertungen die allgemeine Kursentwicklung der Wertpapiere kaum beeinflussen (*Rugman*, 1981; *Bryant*, 1987). Dies läßt sich möglicherweise damit erklären, daß Konsolidierungsverluste nur von temporärer Bedeutung sind. Mittel- und langfristig können diese Buchverluste durch steigende Absatzmöglichkeiten wieder ausgeglichen werden. Dies gilt immer dann, wenn es Multinationale Unternehmen wegen ihrer starken Marktstellung gelingt, die durch eine Abwertung ausgelösten steigenden Kosten importierter Inputs auf die Vorlieferanten zurückzuwälzen. Sind die Anleger allerdings nur bedingt über diese Zusammenhänge informiert, kann für die Unternehmung ein Anreiz bestehen, sich gegen das Bewertungsrisiko abzusichern.

Neben dem Bewertungsrisiko ist eine Multinationale Unternehmung auch einem sogenannten Transaktionsrisiko ausgesetzt. Bei dieser Art von Währungsrisiko können Wechselkursveränderungen nicht nur zu buchmäßigen, sondern zu realen Verlusten führen. Solche Verluste können eintreten, wenn sich die Wechselkurse zwischen dem Abschluß eines Geschäftes und der Abwicklung der Zahlung verändern (*Robbins / Stobaugh*, 1973, 22; *Rodriguez*, 1974, 850; *Plasschaert*, 1979, 61). Dies kann sowohl bei Warengeschäften als auch bei finanziellen Transaktionen, wie beispielsweise einer Kreditgewährung, der Fall sein.

Für das kurzfristige Finanzmanagement Multinationaler Unternehmen stellt sich die Frage, ob etwas gegen diese Währungsrisiken unternommen werden soll. Um diese Frage zu beantworten, muß zunächst geklärt werden, ob für die Gesamtunternehmung die von einer möglichen Abwertung gefährdeten Aktiva die entsprechenden Passiva übersteigen. Nur wenn ein positiver „net exposure“ besteht, stellt sich die Frage, ob eine Absicherung gegen Wechselkursrisiken vorgenommen werden soll. Diese Frage wird positiv beantwortet, wenn die erwarteten Erträge einer Absicherung die Kosten übersteigen, die bei solchen Aktivitäten entstehen. Das Finanzmanagement wird sich über den Ersatz von Absicherungsstrategien immer dann Gedanken machen, wenn die erwarteten Veränderungen der Wechselkurse beträchtlich sind. Dies ist vor allem in einem System fester Wechselkurse

der Fall, wo die Anpassung der Wechselkurse an die fundamentalen Gegebenheiten überfällig geworden ist.

Multinationale Unternehmungen verfügen über eine Vielzahl von Instrumenten, bestehende aktive Nettopositionen in abwertungsverdächtigen Währungen zu verringern. Neben dem Transfer kurzfristiger finanzieller Aktiva in Hartwährungsländer, die in Abhängigkeit von Kostenüberlegungen sowohl über externe als auch unternehmensinterne Märkte erfolgen können, besteht auch die Möglichkeit, die Laufzeit der an Kunden gewährten Handelskredite in den bedrohten Fremdwährungen zu verringern und selbst in Anspruch genommene Zahlungsziele zu verlängern. Reichen aber diese Maßnahmen nicht aus, den positiven „net exposure“ zu beseitigen, besteht immer noch die Möglichkeit, sich kurzfristig in abwertungsbedrohten Währungen zu verschulden, um eine Gegenposition zu den noch ungesicherten Aktiva zu schaffen (Folks, 1972, 102; Prindl, 1976, 77). Etwaige verbleibende aktive Nettopositionen in den abwertungsverdächtigen Währungen können schließlich über Kurssicherungsgeschäfte auf Devisenterminmärkten abgesichert werden.

Ebenso wie Multinationale Unternehmungen bei bestimmten währungs-politischen Konstellationen bestrebt sind, sich vor den finanziellen Folgen schwankender Wechselkurse zu schützen, können sie bei erwarteten Abwertungen auch einen Anreiz haben, mit denselben Instrumenten negative „net exposures“ in abwertungsbedrohten Währungen bzw. aktive Nettopositionen in den aufwertungsverdächtigen Währungen zu schaffen. Ob solche spekulativen finanziellen Transaktionen stattfinden, hängt neben den Kosten und Erträgen dieser Aktivitäten auch von der Risikoneigung der Finanzmanager ab. Die Erträge selbst werden in starkem Maße vom herrschenden Währungssystem beeinflusst. In einem System fester Wechselkurse, in dem die Währungsrelationen trotz veränderter realer Gegebenheiten in den einzelnen Ländern nicht entsprechend angepaßt werden, ist der Anreiz groß, relativ risikolos hohe Erträge erzielen zu können (Boarman, 1975, 46). Bei flexiblen Wechselkursen ist zwar der Anreiz zu spekulativen Aktivitäten wegen der größeren Risiken grundsätzlich geringer (Fieleke, 1979). Verfolgen nationale Währungsbehörden aber Wechselkursziele, steigen wiederum die Anreize zu spekulativen Transaktionen. Die Kosten des Einsatzes der spezifischen finanzpolitischen Instrumente hängt ganz wesentlich davon ab, ob der Kapitalverkehr durch administrative Maßnahmen beschränkt wird und eine Durchführung der finanziellen Transaktionen über unternehmensinterne Kanäle erfolgen muß. Die Risikoneigung der Finanzmanager selbst hängt wieder davon ab, wie die Finanzfunktion Multinationaler Unternehmungen organisiert ist. Bei zentraler Organisation sind die Finanzmanager



grundsätzlich wesentlich risikofreudiger als bei einer dezentral organisierten Finanzfunktion (*Rodriguez, 1974, 855*).

#### b) Organisatorische Struktur der Finanzfunktion Multinationaler Unternehmungen

Die Finanzfunktion in Multinationalen Unternehmungen läßt sich auf unterschiedliche Art und Weise organisieren. Bei einer polyzentrischen Lösung, die oft mit einer divisionalen Organisationsform einhergeht, treffen die nationalen Niederlassungen die gesamten finanziellen Entscheidungen in eigener Verantwortung. Dies hat den grundsätzlichen Vorteil, daß die Entscheidungen von dem Teil der Gesamtunternehmung getroffen wird, der über die lokalen Marktbedingungen am besten informiert ist. Eine solche Lösung hat aber auch gravierende Nachteile. Die einzelnen Niederlassungen sind zwar über die Bedingungen auf den eigenen Finanzmärkten, die mögliche Entwicklung des nationalen Wechselkurses und der lokalen wirtschaftspolitischen Aktivitäten am besten informiert. Ihr Informationsstand über die Entwicklung auf internationalen Finanz- und Devisenmärkten ist allerdings eher unzulänglich. Schließlich kann es für die Gesamtunternehmung unvorteilhaft sein, wenn die einzelnen Niederlassungen ihre Devisenpositionen allein an ihren lokalen Verhältnissen ausrichten. Es verwundert nicht, wenn in Multinationalen Unternehmungen, die in anderen Bereichen grundsätzlich divisional organisiert sind, die Finanzfunktion zentralisiert ist (*Brooke / Remmers, 1970, 94 - 95; Robbins / Stobaugh, 1973*).

Vor allem die Aufgaben des kurzfristigen Finanzmanagements lassen sich am besten realisieren, wenn die Finanzfunktion Multinationaler Unternehmungen zentral organisiert ist. Eine zentrale Stelle, die sich ausschließlich um die finanziellen Angelegenheiten der Unternehmung kümmert, ist am ehesten in der Lage, die erforderlichen Informationen über die international günstigsten Anlage- und Kreditnahmemöglichkeiten zu beschaffen, zu übermitteln und auszuwerten, Veränderungen der Wechselkurse frühzeitig zu erkennen, die Devisenpositionen der Unternehmung zu koordinieren und die unternehmensintern vorhandenen kurzfristigen finanziellen Mittel flexibel und schnell in verschiedene Währungsräume zu bewegen.

#### c) Instrumente der kurzfristigen Finanzpolitik Multinationaler Unternehmungen

Das kurzfristige Finanzmanagement Multinationaler Unternehmungen hat grundsätzlich die Möglichkeit, finanzielle Transaktionen offen über

internationale Finanz- und Devisenmärkte durchzuführen. Dabei kann es in der Gesamtunternehmung vorhandene kurzfristig überschüssige finanzielle Mittel an den Ort des international höchsten Ertrags transferieren bzw. kurzfristig benötigte finanzielle Mittel da aufnehmen, wo sie international am günstigsten zu erhalten sind. Sowohl die Anlage als auch die Beschaffung von kurzfristigen finanziellen Mitteln kann allerdings sowohl auf externen Finanzmärkten als auch unternehmensintern erfolgen. Verfügt ein Unternehmensteil beispielsweise über überschüssige finanzielle Mittel und weist eine andere Niederlassung aber Engpässe in der Liquiditätsversorgung auf, kann die Deckung dieser Liquiditätsdefizite die ertragreichste Anlage sein. Der Transfer kann dabei offen über eine konzerninterne Kreditgewährung erfolgen.

Neben der Nutzung externer Finanz- und Devisenmärkte verfügen Multinationale Unternehmungen allerdings auch über ein breites Arsenal anderer finanzpolitischer Instrumente, die vor allem dann von Bedeutung sind, wenn der Zugang zu internationalen Finanzmärkten beschränkt ist und der Transfer finanzieller Mittel verdeckt über unternehmensinterne Märkte abgewickelt werden muß. Die wichtigsten Instrumente umfassen neben diskretionären Transfers von Eigenkapital und Erlösen, variablen Konzernumlagen und Lizenzgebühren auch diskretionäre konzerninterne Verrechnungspreise und unternehmungsinterne Handelskredite.

Diese Instrumente eignen sich allerdings nicht alle gleich gut für die kurzfristige Finanzpolitik. So sind beispielsweise Beteiligungen kurzfristig nur in einer Richtung änderbar und mit erheblichen Kosten verbunden (*Gloystein / Köhler*, 1975, 129). Sie sind grundsätzlich eher ein Instrument der langfristigen Unternehmensplanung als der kurzfristigen Finanzpolitik (*Brooke / Remmers*, 1970, 197 - 199). Auch die diskretionäre Politik des Erlösrücktransfers ist nur bedingt für kurzfristige finanzielle Transaktionen geeignet. Die Dividendenhöhe kann zumindest bei den externen Kapitalgebern nicht nach finanztechnischen oder liquiditätspolitischen Gesichtspunkten der Unternehmung festgelegt werden. Allerdings kann der Zeitpunkt der Dividendenzahlung beeinflußt werden, indem von der Möglichkeit sogenannter Interimsdividenden Gebrauch gemacht wird (*Brooke / Remmers*, 1970, 168; *Gloystein / Köhler*, 1975, 130).

Eine kurzfristig andere Aufteilung von Kosten einer zentralisierten Verwaltung und Forschungsabteilung auf die einzelnen Niederlassungen erscheint nicht möglich, weil die nationalen Finanzbehörden eine kurzfristige Veränderung eines einmal anerkannten Verteilungsschlüssels nicht akzeptieren. Etwas anders sieht die Situation bei den Lizenzgebühren aus. Da know-how immaterieller Natur ist und oft keinen Marktpreis hat, ist

eine exakte Bewertung nur bedingt möglich. Solche Gebühren sind somit grundsätzlich geeignet, aus finanztechnischen Gründen kurzfristig geändert zu werden. Allerdings sind eine Reihe von nationalen Finanzbehörden gerade deshalb dazu übergegangen, die Lizenzgebühren nicht mehr als Betriebsausgaben anzuerkennen. Damit wird der Wirkungsgrad dieses Instrumentes in der kurzen Frist erheblich eingeschränkt.

Von praktischer Relevanz sind allerdings die diskretionären Veränderungen der unternehmensinternen Verrechnungspreise und der Zahlungsziele im konzerninternen Handel. Wir haben eingangs gesehen, daß Multinationale Unternehmungen auch entstehen, weil Güter- und Faktormärkte international unvollkommen sind. Die Folge ist, daß sie einen beträchtlichen Teil ihrer grenzüberschreitenden Waren- und Dienstleistungen unternehmensintern abwickeln. Neben unternehmensinternen Handelsbeziehungen mit Rohstoffen, Zwischenprodukten und fertigen Erzeugnissen bestehen starke Dienstleistungsbeziehungen, insbesondere bei technologischem know-how, Patenten, Lizenzen, Managementwissen etc., zwischen den einzelnen Unternehmungsteilen.

Für einen großen Teil dieser Güter und Leistungen existieren keine vergleichbaren Preise auf Märkten, da sie entweder nicht auf Märkten gehandelt werden oder die Preise wegen monopolistischer Marktverhältnisse auf den einzelnen Märkten differenziert werden. Es ist grundsätzlich nicht nur sehr schwierig, für Vor- und Dienstleistungen, wie technologisches know-how, Managementdienstleistungen etc., einen exakten Marktpreis zu ermitteln (*Robbins / Stobaugh*, 1973, 88 - 89; *Lall*, 1973, 181; *Lenel*, 1976, 197), auch bei Fertigprodukten ist eine exakte Preisbestimmung problematisch. Die technische und modische Entwicklung, der ständige Wechsel von Käufer- und Verkäufermärkten im Rohstoffbereich, die unterschiedlichen Wirkungen der Inflation etc. induzieren permanente Preisveränderungen, die eine exakte Preisermittlung sehr erschweren (*Arndt*, 1975, 328). Dieser preisliche Unbestimmtheitsgrad bei den meisten Gütern und Dienstleistungen steckt neben möglichen administrativen Beschränkungen durch nationale Finanzbehörden den Handlungsspielraum bei der Gestaltung der unternehmensinternen Verrechnungspreise ab.

Vor einem Mißverständnis sei allerdings gewarnt: Multinationale Unternehmungen können allein durch die Veränderung der Verrechnungspreise nicht verhindern, daß Währungsverluste entstehen. Wird die diskretionäre Veränderung nicht an eine Variation der unternehmensinternen Zahlungsziele gekoppelt, kommt es nur zu einer unternehmensinternen Umverteilung der durch eine Abwertung entstandenen Währungsverluste. Was der eine Unternehmungsteil gewinnt, verliert der andere. Erst die Kombination mit

einer Veränderung der konzerninternen Zahlungsziele hilft, Währungsverluste zu vermeiden bzw. Währungsgewinne zu erzielen (*Berthold*, 1981, 165 - 168).

Die unternehmensinternen Leistungsbeziehungen, die es ermöglichen, die Verrechnungspreise fallweise zu ändern, erlauben auch, unternehmensinterne Zahlungsziele diskretionär festzusetzen (*Arndt*, 1975, 326; *Rometsch*, 1974, 209; *Gloystein / Köhler*, 1975, 128). Die Zahlungsziele für konzerninterne Leistungsbeziehungen zwischen einzelnen Teilen der Multinationalen Unternehmung können verändert werden, indem Unternehmungsteilen für den internen Bezug von Gütern und Leistungen längere Zahlungsfristen eingeräumt werden, während andere angehalten werden, ihre internen Verbindlichkeiten schneller zu begleichen oder sogar Vorauszahlungen zu leisten. Da es grundsätzlich schwierig zu entscheiden ist, welche Zahlungsziele handelsüblich sind welche nicht, ist eine effiziente Kontrolle durch staatliche Instanzen fast unmöglich.

Die Leistungsfähigkeit dieses finanzpolitischen Instrumentes hängt daneben wesentlich vom Volumen der unternehmensinternen Leistungsbeziehungen und der Fähigkeit der Multinationalen Unternehmung ab, diese Zahlungsziele auch zu finanzieren. Der durch veränderte Zahlungsziele herbeigeführte Transfer liquider Mittel zwischen einzelnen Unternehmungsteilen erfordert, daß der transferierende Unternehmungsteil für den Entzug von Liquidität kompensiert wird, sofern er nicht selbst über überschüssige finanzielle Mittel verfügt. Dies kann ebenfalls unternehmensintern geschehen, indem überschüssige liquide Mittel anderer Unternehmungsteile in Anspruch genommen werden. Sofern allerdings diese Möglichkeit versperrt ist, können die unternehmensinternen Handelskredite auch unternehmensextern durch die kurzfristige Kreditnahme auf nationalen und internationalen Finanzmärkten finanziert werden.

Fassen wir zusammen: Multinationale Unternehmungen scheinen somit grundsätzlich gut gerüstet, bestehende internationale Gewinnmöglichkeiten auf Finanz- und Devisenmärkten zu nutzen. Sie verfügen über ein beträchtliches Potential an kurzfristig aktivierbaren finanziellen Mitteln, erkennen wegen der zentralen organisatorischen Struktur der kurzfristigen Finanzfunktion internationale Ertragsunterschiede eher und können sie wegen der vielfältigen, flexiblen spezifisch multinationalen finanzpolitischen Instrumente auch wahrnehmen.

## 2. *Determination des Einsatzes des spezifischen finanzpolitischen Instrumentariums*

Das kurzfristige Finanzmanagement Multinationaler Unternehmungen wird versuchen, zins- und/oder wechselkursbedingte internationale Ertragsunterschiede gewinnbringend zu nutzen, indem es kurzfristig finanzielle Mittel an den Ort des international höchsten Ertrags transferiert und sich kurzfristig an dem Ort verschuldet, an dem die Finanzierungskosten am geringsten sind. Diese Transaktionen können sowohl offen über Finanz- und Devisenmärkte als auch mit Hilfe des spezifisch multinationalen Instrumentariums versteckt über unternehmensinterne Finanzmärkte abgewickelt werden. Ob die finanziellen Transaktionen offen erfolgen oder versteckt stattfinden, hängt letztlich davon ab, welche finanziellen Transfers mit den geringsten Kosten verbunden sind. Die Transaktionskosten sind keine feste Größe, sie werden vielmehr vor allem vom Grad der Freiheit des internationalen Kapitalverkehrs determiniert.

### a) Wahl der finanzpolitischen Instrumente bei freiem internationalen Kapitalverkehr

Es muß also zunächst einmal die Frage geklärt werden, welche Transferkanäle gewählt werden, wenn der internationale Kapitalverkehr nicht beschränkt wird: Greift das kurzfristige Finanzmanagement auf offene Transaktionen zurück oder präferiert es die spezifisch multinationalen Transferkanäle? Empirische Untersuchungen haben gezeigt, daß bei weitgehend freiem Kapitalverkehr und festen Wechselkursen sowohl offene Transaktionen über Finanz- und Devisenmärkte als auch die offene innerkonzernliche Verschuldung nur mit minimalen Transaktionskosten verbunden sind (*Frenkel / Levich*, 1977, 1215 - 1216; *Aliber*, 1976, 315; 1978b, 458; *Rutenberg*, 1970, 676). Die Transaktionskosten steigen zwar in einer Welt flexibler Wechselkurse um ein Mehrfaches an (*Aliber*, 1976, 313 - 315), liegen aber – mit Ausnahme veränderter unternehmensinterner Zahlungsziele – unter den Kosten, die bei einem Transfer über die spezifisch multinationalen unternehmensinternen Kanäle entstehen.

Wenden wir uns den Transaktionskosten zu, die entstehen, wenn die finanziellen Transaktionen über unternehmensinterne Kanäle erfolgen würden. Bei einer manipulativen Veränderung der konzerninternen Verrechnungspreise entstehen primär indirekte Kosten (*Rutenberg*, 1970, 674 - 675). Zunächst einmal kann mit der Veränderung der Transferpreise sowohl die steuerliche Bemessungsgrundlage der beteiligten Unternehmungsteile als

auch die Berechnungsgrundlage bei den Wertzöllen verändert werden. Daneben können weitere indirekte Kosten entstehen, wenn die einzelnen Unternehmungsteile auf der Basis manipulierter Verrechnungspreise kalkulieren. Die Kosten würden sich in einer suboptimalen Faktorallokation zeigen. Schließlich können bei diesem Instrument auch Kosten entstehen, weil staatliche Behörden intervenieren. Sowohl die Steuer- als auch Zollbehörden können bei stark manipulierten Preisen eingreifen. Neben möglichen Strafen müssen auch die entstehenden Anstrengungen und Zeitverluste beim Umgang mit den Behörden berücksichtigt werden.

Die Kosten der finanziellen Transaktion sind erheblich, wenn Eigenkapital diskretionär zugeführt wird und Höhe und Zeitpunkt der Dividendenzahlungen verändert werden. Eine Zuführung von Eigenkapital ist mit erheblichen einmaligen – Aufwendungen bei der Aktienemission – und laufenden Kosten – Dividendenzahlungen in späteren Jahren – verbunden. Die primären Kosten veränderter Dividendenzahlungen liegen demgegenüber primär in steuerlichen Mehrbelastungen, wenn bei einer geringeren Ausschüttung einer Niederlassung die Steuersätze für nicht-ausgeschüttete Gewinne höher liegen als bei der Muttergesellschaft (*Brooke / Remmers*, 1970, 165 - 166).

Während der Einsatz der spezifischen multinationalen Instrumente, wie der Manipulation der Verrechnungspreise, diskretionären Eigenkapitalzuführungen und Variationen der Dividendenzahlungen mit mehr oder weniger hohen Kosten verbunden sind, scheint die diskretionäre Veränderung konzerninterner Zahlungsziele zu keinen zusätzlichen Kosten zu führen. Die eigentlichen Kosten liegen in möglichen Zinszahlungen, die aufgewandt werden müssen, um die von einzelnen Unternehmungsteilen eingeräumten Handelskredite zu finanzieren, sofern die Gesamtunternehmung nicht über entsprechende finanzielle Mittel verfügt.

#### b) Wahl der finanzpolitischen Instrumente bei beschränktem internationalen Kapitalverkehr

Die nationalen Währungsbehörden können auf unterschiedliche Art und Weise versuchen, die kurzfristigen internationalen Kapitalbewegungen zu behindern, um bestimmte währungspolitische Ziele zu verwirklichen. Diese Aufgabe können sie grundsätzlich sowohl über eher marktconforme als auch marktwidrige Instrumente zu lösen suchen. Zu den eher marktconformen Eingriffen sind alle Maßnahmen zu zählen, die über die Ertrags- und Kostensituation die Marktdaten verändern, die Entscheidungsfreiheit der Wirtschaftssubjekte aber nicht beschränken. Die staatlichen Eingriffe sind

demgegenüber marktwidrig, wenn den Wirtschaftssubjekten auch die Freiheit genommen wird, auf veränderte Marktdaten zu reagieren.

Die Instrumente, mit denen nationale Währungsbehörden kurzfristige internationale Finanzströme behindern können, sind – wie die Zeit des Zusammenbruchs von Bretton-Woods gezeigt hat, aber auch Zeiten stark schwankender Wechselkurse immer wieder zeigen – vielfältig (*Giavazzi / Giovannini*, 1989, 165 - 171). Zu den mehr marktkonformen Formen staatlicher Eingriffe zählen neben der Einführung einer Kuponsteuer, Devisensteuern (*Tobin*, 1982, 489), Sondermindestreserven, höhere Zuwachsreserven auf Auslandverbindlichkeiten oder einem Bardepot auch die Spaltung des Devisenmarktes (*Gros*, 1988). Daneben verfügen die währungspolitischen Instanzen auch über eine Reihe marktinkonformer Möglichkeiten, den kurzfristigen Kapitalverkehr zu beschränken, indem sie direkt die Auslandspositionen der Banken aus Kreditpositionen regulieren oder die ausländische Kapitalanlage im Inland ebenso wie die Kreditnahme der Unternehmungen im Ausland genehmigungspflichtig machen oder sogar verbieten.

Die staatlichen Eingriffe in den kurzfristigen internationalen Kapitalverkehr beeinflussen auch die Wahl der Transferkanäle, über die das Finanzmanagement kurzfristige finanzielle Transaktionen abwickelt (*Lessard*, 1979, 105). Während die eher marktkonformen Maßnahmen zwar die Kosten offener Transaktionen steigern, finanzielle Transfers aber nach wie vor ermöglichen, können direkte administrative Eingriffe verhindern, daß solche Transaktionen überhaupt stattfinden. Diese transaktionskostensteigernden Aktivitäten lassen es zunehmend lohnender werden, die kurzfristigen finanziellen Aktivitäten unternehmensintern über die spezifisch multinationalen Transferkanäle abzuwickeln. Dabei werden natürlich zunächst die für die Unternehmung kostengünstigeren Instrumente, wie die Veränderung konzerninterner Zahlungsziele, eingesetzt. Erst mit zunehmender Eingriffsintensität, wenn beispielsweise auch die Handelsüblichkeit der Zahlungsziele staatlicher Kontrolle unterworfen wird, werden weniger leicht zu kontrollierende, allerdings auch kostengünstigere Transferkanäle, wie die Veränderung der konzerninternen Verrechnungspreise, eine Anpassung der Dividendenzahlungen oder die Zuführung von Eigenkapital aktiviert.

Fassen wir zusammen: Bei freiem internationalen Kapitalverkehr wickeln Multinationale Unternehmungen die notwendigen finanziellen Transaktionen vorwiegend über offene Transferkanäle ab, da die Kosten der offenen Transfers im allgemeinen geringer sind als die verdeckter unternehmensinterner Transfers. Mit der Veränderung der konzerninternen Zahlungsziele existiert allerdings ein Instrument, das es erlaubt, die finanziellen Transaktionen ohne wesentlich höhere Kosten über unternehmensinterne Kanäle

durchzuführen. Versuchen nationale Währungsbehörden allerdings, den währungspolitischen Zielkonflikt über Beschränkungen des internationalen Kapitalverkehrs zu lösen, steigern die Kosten offener finanzieller Transaktionen. Damit wächst aber auch der Anreiz Multinationaler Unternehmungen, international existierende Ertragsunterschiede über verdeckte unternehmensinterne Transfers zu nutzen.

### **III. Folgen der kurzfristigen Finanzpolitik Multinationaler Unternehmungen für die staatliche Währungspolitik**

Die so skizzierte kurzfristige Finanzpolitik Multinationaler Unternehmungen kann sowohl bei festen als auch flexiblen Wechselkursen in einen Widerspruch mit den Zielen der nationalen Währungspolitik geraten. Konfliktäre Situationen sind in einem System fester Wechselkurse vor allem dann wahrscheinlich, wenn die nationalen währungspolitischen Instanzen monetäre Makro-Politiken verfolgen, die von der Geldpolitik des Leitwährungslandes abweicht. Die kurzfristigen finanziellen Aktivitäten Multinationaler Unternehmungen können allerdings auch in einem System flexibler Wechselkurse in einen Widerspruch zu den Zielen der nationalen Währungspolitik geraten. Dies ist immer dann der Fall, wenn die nationalen Währungsbehörden auch Wechselkursziele verfolgen.

Betrachten wir zunächst den Fall, daß ein Land in einem System fester Wechselkurse eine Geldpolitik betreibt, die im Vergleich zur Entwicklung des monetären Rahmens des Leitwährungslandes restriktiv ist. Eine solche Politik erhöht die inländischen Zinsen und verursacht eine Zinsdifferenz zum Ausland. Es wird für ausländische Anleger rentabel, kurzfristig finanzielle Mittel im Inland anzulegen. Dies induziert einen Zufluß ausländischer finanzieller Mittel. Da die inländische Notenbank in einem System fester Wechselkurse verpflichtet ist, Devisen in inländische Währung umzutauschen, hat sie die inländische Geldmenge von der außenwirtschaftlichen Seite her nicht mehr unter Kontrolle. Es wird ihr deshalb nur sehr schwer, bei stark integrierten internationalen Finanzmärkten überhaupt nicht gelingen, sich von der Geldmengen- und Zinsentwicklung im Ausland abzukoppeln.

Dennoch kann eine solche Politik erfolgreich sein, wenn steigende inländische Zinsen mit der Erwartung einhergehen, daß die inländische Währung abgewertet wird. Eine solche Konstellation sich kompensierender zins- und wechselkursbedingter Anreize ist allerdings nur bei Erwartungsirrtümern der Wirtschaftssubjekte in der kurzen Frist möglich. Längerfristig induziert eine vergleichsweise restriktive Geldpolitik niedrigere Inflationsraten und



einen Aufwertungsdruck auf die inländische Währung. Die finanziellen Anreize, die von steigenden inländischen Zinsen auf internationale Kapitalanleger ausgehen, werden somit durch die erwarteten Erträge aus einer Aufwertung der inländischen Währung verstärkt. Dies gilt umso mehr, als in einem System fester Wechselkurse, die Spekulation völlig risikolos ist. Im ungünstigsten Falle bleiben die Währungsrelationen unverändert.

Multinationale Unternehmungen werden in einer solchen Situation versuchen, kurzfristig finanzielle Mittel in das Land mit den höheren Zinsen und der aufwertungsverdächtigen Währung zu transferieren. Sind die nationalen Währungsbehörden nicht bereit, die Wechselkurse den veränderten Gegebenheiten anzupassen, kann ein Zustrom finanzieller Mittel aus dem Ausland nur verhindert werden, wenn es gelingt, die Nettoerträge im Inland auf die Ertragsmöglichkeiten im Ausland zurückzuschneiden. Diese kann man versuchen, indem man die Freiheit des internationalen Kapitalverkehrs einschränkt. Die Erfahrungen der Vergangenheit haben allerdings gezeigt, daß marktkonforme Eingriffe im allgemeinen die hohen finanziellen Anreize, die sich bei einem Aufwertungsverdacht einstellen, nicht einmal kurzfristig und schon gar nicht langfristig kompensieren können (Gros, 1989). Verschärfen die nationalen Währungsbehörden ihre Kontrollen, indem sie auch marktinkonforme Instrumente einsetzen, gelingt es zumindest Multinationalen Unternehmungen, diesen Beschränkungen weitgehend auszuweichen. Sie werden anstelle offener finanzieller Transaktionen auf versteckte unternehmensinterne Transfers zurückgreifen und damit die staatlichen Beschränkungen weitgehend wirkungslos machen.

Der monetäre Handlungsspielraum nationaler Währungsbehörden in einem System fester Wechselkurse wird somit stark von der Höhe der Kosten unternehmensinterner Transaktionen bestimmt. Nur bei sehr hohen internen Transaktionskosten kann es den nationalen währungspolitischen Instanzen mit Hilfe von restriktiven, die Finanzmärkte segmentierenden Kapitalverkehrskontrollen gelingen, sich von der Geldpolitik des Leitwährungslandes abzukoppeln. Da aber die Kosten der Koordination der kurzfristigen finanziellen Aktivitäten über unternehmensinterne Kanäle vergleichsweise gering sind, ist der geldpolitische Handlungsspielraum in einem System fester Wechselkurse sehr begrenzt. Multinationale Unternehmungen tragen über den Transfer finanzieller Mittel auf unternehmensinternen Kanälen zu einem Abbau der künstlichen, den freien Kapitalverkehr hemmenden Schranken bei. Damit integrieren sie nicht nur nationale und internationale Finanzmärkte, sie bewirken auch, daß sich die nationale Geldpolitik im Gleichschritt mit der Politik des Leitwährungslandes bewegt (Naumann-Etienne, 1974, 863).

Dieser Konflikt zwischen kurzfristiger Finanzpolitik Multinationaler Unternehmungen und eigenständiger nationaler Geldpolitik erscheint grundsätzlich lösbar, wenn man das System fester Wechselkurse durch ein System flexibler Währungsrelationen ersetzt. De facto hat allerdings der Übergang zu einem System flexibler Wechselkurse neue Zielkonflikte geschaffen. Die Erfahrungen der jüngsten Vergangenheit haben gezeigt, daß die nationalen Währungsbehörden nicht bereit sind, die Ergebnisse der Preisbildung auf den Devisenmärkten zu akzeptieren. Sie versuchen vielmehr, eigene von den Marktergebnissen abweichende Wechselkursziele zu verfolgen. In einem solchen Falle ähnelt die Situation aber der bei festen Wechselkursen. Es ist für Devisenarbitrageure ebenso wie für Multinationale Unternehmungen wiederum weitgehend risikolos, gegen die marktwidrig fixierten Wechselkurse zu spekulieren. Damit gelingt es den währungspolitischen Instanzen, weder die Wechselkurse zu stabilisieren, noch eine eigenständige nationale Geldpolitik zu betreiben.

#### IV. Einige Bemerkungen zum Schluß

Die meisten Ökonomen sind im allgemeinen nicht sehr optimistisch, daß es im politischen Prozeß gelingen könnte, ökonomisch effiziente Lösungen zu verwirklichen (*Olson*, 1982). Sie schätzen die Möglichkeiten, die ganz offenkundig bestehenden Unvollkommenheiten auf den politischen Märkten zu verringern, um zu besseren ökonomischen Ergebnissen zu gelangen, demzufolge auch eher als gering ein. Wenn überhaupt, dann sind sie der Meinung, daß nur schwere ökonomische und politische Krisen die verkrusteten politischen Strukturen aufbrechen können und einem *Schumpeter*-schen politischen Unternehmer die Gelegenheit eröffnen, zu ökonomisch effizienteren Lösungen zu gelangen.

Diese Sicht der Dinge ist nun allerdings zu pessimistisch. Der marktliche Prozeß entwickelt nämlich von sich aus Institutionen, die staatlichen Übermut begrenzen. Die Existenz von Multinationalen Unternehmungen ist eine solche institutionelle Innovation, die entsteht, wenn ökonomische Märkte zu schlechten Ergebnissen führen, weil adäquate ordnungspolitische Rahmenbedingungen fehlen oder aber regulierende staatliche Eingriffe effiziente Lösungen verhindern. Die wirtschaftlichen Transaktionen werden mit zunehmender staatlicher Regulierung verstärkt unternehmensintern abgewickelt und damit den traditionellen ökonomischen Märkten entzogen. Die effizienzmindernden staatlichen Eingriffe in den marktlichen Koordinationsmechanismus werden damit nach und nach ausgehebelt.

Dies kann man sehr schön erkennen, wenn die währungspolitischen Instanzen die effiziente marktliche Lösung flexibler Wechselkurse durch die staatliche Alternative fester Wechselkurse ersetzen. Da unvollkommene politische Märkte nicht nur die Anpassungsfähigkeit ökonomischer Märkte verringern, sondern auch nicht von eigenständigen nationalen Makro-Politiken ablassen, werden die Mitgliedsländer eines solchen währungspolitischen Verbundes über kurz oder lang vor der Frage stehen, wie sie den währungspolitischen Zielkonflikt lösen wollen. Die wenig effizienten politischen Märkte werden zu einer Lösung führen, bei der man versucht, das Dilemma mit Hilfe dirigistischer Eingriffe in die internationalen finanziellen Aktivitäten zu beseitigen. Die Möglichkeiten der Multinationalen Unternehmungen, finanzielle Transaktionen auch über unternehmensinterne Märkte abwickeln zu können, tragen nun aber dazu bei, die staatlich errichteten Schranken auf den internationalen Finanzmärkten zu überspringen. Die forcierte Spekulation vor allem gegen die Währungsreserven der Länder, deren Währungen abwertungsverdächtig sind, trägt schließlich dazu bei, daß das ineffiziente Währungssystem zusammenbricht und man zur effizienteren Lösung flexibler Wechselkurse übergehen muß.

### Literatur

*Aliber, R. Z.* (1976): The Firm under Pegged and Floating Exchange Rates, in: *Scandinavian Journal of Economics*, 78 (1976), S. 309 - 322. – *Aliber, R. Z.* (1978a): Exchange Risk and Corporate International Finance. London u. a. 1978. – *Aliber, R. Z.* (1978b): The Integration of National Financial Markets: A Review of Theory and Findings, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, 114 (1978), S. 448 - 479. – *Arndt, H.* (1975): Die wirtschaftliche Macht der multinationalen Unternehmen, in: *Arndt, E. u. a.* (Hrsg.), *Wirtschaft und Gesellschaft. Wirtschaft ohne Dogma. Festgabe für H.-D. Ortlieb*, Tübingen 1975, S. 315 - 330. – *Berthold, N.* (1981): *Multinationale Unternehmungen und nationale Währungspolitik*. Freiburg 1981. – *Berthold, N.* (1990): Internationale währungspolitische Arrangements – Ökonomische und politökonomische Aspekte, in: *Kredit und Kapital*, 23 (1990), S. 437 - 467. – *Boorman, P. M.* (1975): Multinational Firms and the International Monetary System, in: *Boorman, P. M. und Schollhammer, H.* (Hrsg.), *Relations in an International Context*. New York u. a. 1975, S. 41 - 49. – *Brooke, M. Z. und Remmers, H. L.* (1970): *The Strategy of Multinational Enterprise. Organisation and Finance*. London 1970. – *Bryant, R. C.* (1987): *International Financial Intermediation*. Washington, D. C. 1987. – *Buiter, W.* (1986): Borrowing to Defend the Exchange Rate and the Timing and Magnitude of Speculative Attacks. NBER-Working Paper 1844. Cambridge, MA 1986. – *Coase, R. H.* (1937): The Nature of the Firm, in: *Economica*, 4 (1937), S. 386 - 405. – *Dornbusch, R.* (1976): Expectations and Exchange Rate Dynamics, in: *Journal of Political Economy*, 84 (1976), S. 1161 - 1174. – *Dornbusch, R. und Frankel, J.* (1988): The Flexible Exchange Rate System: Experience and Alternatives, in: *Borner, S.* (Hrsg.), *International Finance and Trade in a Polycentric World*. Houndsmills u. a. 1988, S. 151 - 197. – *Drif-*

fill, J. (1988): The Stability and Sustainability of the European Monetary System with Perfect Capital Markets, in: *Giavazzi, F. u. a. (Hrsg.)*, The European Monetary System. Cambridge u. a. 1988, S. 211 - 228. – *Ethier, W.* (1986): The Multinational Firm, in: *Quarterly Journal of Economics*, 101 (1986), 805 - 833. – *Farell, J.* (1987): Information and the Coase Theorem, in: *Economic Perspectives*, 1 (1987), S. 113 - 129. – *Fieleke, N. S.* (1979): Foreign-Exchange Speculation by U.S. Firms: Some New Evidence, in: *New England Economic Review*, (März/April 1979), S. 5 - 17. – *Flood, R.* und *Garber, P.* (1984): Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples, in: *Journal of International Economics*, 17 (1984), S. 1 - 13. – *Folks, W. R.* (1972): Decision Analysis for Exchange Management, in: *Financial Management*, 1 (Winter 1972), S. 101 - 112. – *Frenkel, J. A.* (1985): Commentary on „Causes of Appreciation and Volatility of the Dollar“, in: *The U.S. Dollar – Recent Developments, Outlook, and Policy Options. A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. Jackson Hole, Wyoming, August 21 – 23, 1985*, S. 53 - 63. – *Frenkel, J. A.* und *Levich, R. M.* (1975): Covered Interest Arbitrage: Unexploited Profits?, in: *Journal of Political Economy*, 82 (1975), S. 325 - 338. – *Frenkel, J.* und *Goldstein, M.* (1988), Fundamental Issues in the Functioning of the International Monetary System, in: *Dräger, Ch. u. a. (Hrsg.)*, The International Monetary System and Economic Development. Baden-Baden 1988, S. 223 - 238. – *Frey, B. S.* und *Eichenberger, R.* (1989): Comment, in: *Economic Perspectives*, 3 (1989), S. 181 - 183. – *Friedman, M.* (1953): The Case for Flexible Exchange Rates, in: *Friedman, M. Essays in Positive Economics*. Chicago 1953, S. 157 - 203. – *Giavazzi, F.* und *Giovannini, A.* (1986): The EMS and the Dollar, in: *Economic Policy*, 2 (1986), S. 456 - 485. – *Giavazzi, F.* und *Giovannini, A.* (1989): Limiting Exchange Rate Flexibility. The European Monetary System. Cambridge, MA u. a. 1989. – *Giovannini, A.* (1988): How do Fixed-Exchange-Rates Regimes Work: The Evidence from the Gold Standard, Bretton Wood and the EMS. NBER-Working Paper 2766. Cambridge, MA 1988. – *Gloystein P.* und *Köhler, K.* (1975): Die Bedeutung Multinationaler Unternehmen für die deutsche Währungspolitik, in: *Wirtschaftsdienst*, 55 (1975), S. 141 - 145. – *Gros, D.* (1988): Dual Exchange Rates in the Presence of Incomplete Market Separation, in: *IMF Staff Papers*, 35 (1988), S. 437 - 460. – *Gros, D.* (1989): The Effectiveness of Capital Controls, in: *IMF Staff Papers*, 36 (1989), S. 621 - 642. – *Jacque, L. L.* (1978): Management of Foreign Exchange Risk: Theory and Praxis. Lexington (Mass.) u. a. 1978. – *Krugman, P.* (1979): A Model of Balance-of-Payments Crisis, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, 11 (1979), S. 311 - 325. – *Lall, S.* (1973): Transfer-pricing by Multinational Manufacturing Firms, in: *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 35 (1973), S. 173 - 195. – *Lenel, H. O.* (1976): Zur Problematik der multinationalen Unternehmen, in: *ORDO*, 27 (1976), S. 183 - 222. – *Lessard, D. R.* (1979): Transfer Prices, Taxes, and Financial Markets: Implications of International Financial Transfers within the Multinational Corporation, in: *R. G. Hawkins (Hrsg.)*, Research in International Business and Finance. The Economic Effects of Multinational Corporations, Bd. 1. Greenwich (Conn.) 1979, S. 101 - 135. – *Loef, H.-E.* (1988): Variabilität der Wechselkurse als Problem der Währungspolitik, in: *Issing, O. (Hrsg.)*, Wechselkursstabilisierung, EWS und Weltwährungssystem. Hamburg 1988, S. 123 - 159. – *Marston, R.* (1988): Exchange Rate Policy Reconsidered, in: *Feldstein, M. (Hrsg.)*, International Economic Cooperation. Chicago u. a. 1988, S. 79 - 136. – *Monti, M.* (1987): Integration of Financial Markets in Europe, in: *Giersch, H. (Hrsg.)*, Free Trade in the World Economy: Towards an Opening of Markets. Tübingen 1987, S. 492 - 503. – *Naumann-Etienne, R.* (1974): A Framework for Financial Decisions in Multinational Corporations – Summary of Recent Research, in: *Journal of Financial*

and Quantitative Analysis, 9 (1974), S. 859 - 874. – *Obstfeld, M.* (1984): Balance-of-Payments Crisis and Devaluation, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, 16 (1984), S. 208 - 217. – *Obstfeld, M.* (1988a): The Effectiveness of Foreign-Exchange Interventions: Recent Experience. NBER-Working Paper 2796. Cambridge, MA 1988. – *Obstfeld, M.* (1988b): Competitiveness, Realignment, and Speculation: The Role of Financial Markets, in: *Giavazzi, F. u. a.* (Hrsg.), *The European Monetary System*. Cambridge u. a. 1988, S. 232 - 247. – *Olson, M.* (1982): *The Rise and Decline of Nations*. New Haven 1982. – *Padoa-Schioppa, T.* (1988): The European Monetary System: A Longterm View, in: *Giavazzi, F. u. a.* (Hrsg.), *The European Monetary System*. Cambridge u. a. 1988, S. 369 - 384. – *Plasschaert, S.* (1979): Transfer Pricing and Multinational Corporations: An Overview of Concepts, Mechanism and Regulations. Westmead u. a. 1979. – *Prindl, A.* (1976): *Foreign Exchange Risk*. London u. a. 1976. – *Robbins, S. M.* und *Stobaugh, R. B.*, Financing Foreign Affiliates, in: *Financial Management*, 1 (Winter 1973), S. 55 - 65. – *Rodriguez, R. M.* (1974): Management of Foreign Exchange Risk in the US-Multinationals, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9 (1974), S. 849 - 857. – *Rometsch, S.* (1974): Multinational Corporations and National Monetary and Financial Policy, in: *Wilson, J. S. G.* und *Scheffers, C. F.* (Hrsg.), *Multinational Enterprise – Financial and Monetary Aspects*. Leiden 1974, S. 202 - 211. – *Rugman, A. M.* (1980): Internalization as a General Theory of Foreign Direct Investment: A Reappraisal of the Literature, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, 116 (1980), S. 365 - 379. – *Rugman, A. M.* (1981): Inside the Multinationals. New York 1981. – *Rugman, A. M.* (1985): Internalization Is Still a General Theory of Foreign Direct Investment, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, 121 (1985), S. 570 - 575. – *Rugman, A. M.*, *Lecraw, D. J.* und *Booth, L. D.* (1985): *International Business. Firm and Environment*. New York u. a. 1985. – *Rutenberg, D. P.* (1970): Maneuvering Liquid Assets in a Multinational Company: Formulation and Deterministic Solution Procedures, in: *Management Science*, 16 (1970), S. 671 - 684. – *Streit, M. E.* (1987): Economic Order and Public Policy – Market, Constitution and the Welfare State, in: *Pethig, R.* und *Schlieper, U.* (Hrsg.), *Efficiency, Institutions, and Economic Policy*. Berlin u. a. 1987, S. 1 - 21. – *Tobin, J.* (1982): A Proposal for International Monetary Reform, in: *Tobin, J.*, *Essays in Economics: Theory and Policy*. Cambridge, MA 1982, S. 488 - 494. – *United States Senat, Committee on Finance* (1973): *Implications of Multinational Firms for World Trade and Investment and for US Trade and Labor*, Washington D.C. 1973. – *Vaubel, R.* (1988): Monetary integration theory, in: *Zis, G. u. a.*, *International economics*. London u. a. 1988, S. 223 - 262. – *Vosgerau, H.-J.* (1990): Multinationalisierung und Demultinationalisierung der Produktion, in: *Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie*, 9 (1990), S. 35 - 49. – *Williamson, O. E.* (1975): *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organizations*. New York 1975. – *Willms, M.* (1988): Wechselkursstabilisierung durch währungspolitische Kooperation?, in: *Issing, O.* (Hrsg.), *Wechselkursstabilisierung, EWS und Weltwährungssystem*. Hamburg 1988, S. 229 - 260.

## **Zusammenfassung**

### **Wandel währungspolitischer Arrangements – Was tragen Multinationale Unternehmungen dazu bei?**

Seit einiger Zeit ist weltweit wieder eine zunehmende politische Präferenz für nominell festere Wechselkurse zu beobachten. Der währungspolitische Zielkonflikt wird in Systemen fester Wechselkurse wegen unvollkommener politischer Märkte aber zumeist nicht ursachenadäquat, sondern durch dirigistische staatliche Eingriffe in die internationalen Finanzmärkte zu lösen versucht. Die Möglichkeiten der Multinationalen Unternehmungen, finanzielle Transaktionen auch über unternehmensinterne Märkte abzuwickeln, helfen, die staatlich errichteten Schranken zu überspringen. Die forcierte Spekulation trägt schließlich dazu bei, daß das ineffiziente Währungssystem zusammenbricht und man zur effizienteren Lösung flexibler Wechselkurse übergeht.

## **Summary**

### **Changes in Monetary Policy Arrangements – what do Multinational Enterprises contribute thereto?**

A preference for nominally more stable exchange rates has again been observed worldwide for some time. However, in systems of fixed exchange rates the conflicting monetary policy targets on account of imperfect political markets are removed for the most part not by means adequate to the causes, but by dirigist governmental interventions into the international financial markets. The possibilities multinational enterprises have for handling financial transactions via internal markets as well are helpful in overcoming state-erected barriers. Forced speculation ultimately contributes to a collapse of the inefficient monetary system and to a more efficient system of flexible exchange rates being adopted.

## **Résumé**

### **Changement dans les dispositions de politique monétaire. Comment y contribuent les entreprises multinationales?**

Depuis quelques temps, on observe dans le monde entier que les politiques tendent de nouveau à favoriser des cours de change nominaux plus fixes. On essaie de résoudre le conflit d'objectifs de la politique monétaire dans des systèmes de taux de change fixes, dû aux marchés politiques imparfaits, par des interventions étatiques dirigistes sur les marchés financiers internationaux. Les entreprises multinationales, qui peuvent également régler leurs transactions financières sur des marchés internes, aident à sauter les barrières étatiques établies. La spéculation forcée contribue finalement à ce que le système monétaire inefficace s'écroule et qu'on passe alors à une solution plus efficace de taux de change flottants.