

Reihe: Financial Research

Band: 2

Hrsg.: Prof. Dr. Thorsten Poddig, Prof. Dr. Heinz Rehkugler

Dirk Jandura

Integration internationaler Finanzmärkte

Definitionen, Meßkonzepte, empirische Analysen

Mit einem Geleitwort von:
Prof. Dr. Heinz Rehkugler

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-------------|
| Abkürzungsverzeichnis..... | VII |
| Abbildungsverzeichnis..... | XIII |
| Tabellenverzeichnis..... | XIX |
| I. Einleitung..... | 1 |
| 1.1. Problemstellung und Zielsetzung..... | 6 |
| 1.2. Aufbau der Arbeit..... | 10 |
| 2. Integration internationaler Finanzmärkte..... | 15 |
| 2.1. Ökonomische Integration..... | 16 |
| 2.1.1. Begriffsbestimmung..... | 16 |
| 2.1.2. Formen ökonomischer Integration..... | 19 |
| 2.1.3. Theoretische Grundlagen ökonomischer Integration..... | 24 |
| 2.2. Grundlagen internationaler Finanzmarktintegration..... | 33 |
| 2.2.1. Finanzwirtschaftliches Kapital als Spiegelbild des Realkapitals..... | 33 |
| 2.2.2. Der Begriff 'Finanzmarktintegration' und seine Inhalte..... | 37 |
| 2.2.2.1. Die Effizienzkriterien eines integrierten Finanzmarktes..... | 38 |
| 2.2.2.1.1. Allokationseffizienz..... | 39 |
| 2.2.2.1.2. Informationseffizienz (Externe Effizienz)..... | 48 |
| 2.2.2.1.3. Marktorganisationseffizienz (Interne Effizienz)..... | 53 |
| 2.2.2.2. Vor- und Nachteile internationaler Finanzmarktintegration..... | 55 |
| 2.3. Finanzmarktintegration - Ein Meßkonzept..... | 60 |
| 2.3.1. Effizienzkriterien als Grundlage der Messung von Finanzmarktintegration..... | 61 |
| 2.3.2. Finanzmarktintegration und das Law of one Price (Loop)..... | 64 |
| 2.3.2.1. Voraussetzungen eines integrierten internationalen Finanzmarktes..... | 65 |
| 2.3.2.2. Das Prinzip der Arbitragefreiheit..... | 68 |
| 2.3.2.3. Arbitragefreiheit und die Preise für zustandsabhängige Zahlungsansprüche..... | 72 |
| 2.3.3. Investment-Barrieren als Grund für Finanzmarktsegmentierung..... | 78 |
| 2.3.3.1. Marktineffizienzen..... | 79 |
| 2.3.3.1.1. Kapitalverkehrsbeschränkungen..... | 79 |
| 2.3.3.1.2. Diskriminierende Besteuerung..... | 85 |
| 2.3.3.1.3. Transaktionskosten..... | 89 |

| | |
|--|------------|
| 2.3.3.1.4. Informationskosten..... | 99 |
| 2.3.3.2. Risikoprämien..... | 100 |
| 2.3.3.2.1. Wechselkursrisiko..... | 100 |
| 2.3.3.2.2. Politisches Risiko (Political Risk Premium - PRP)..... | 107 |
| 2.3.3.2.3. Informationsnachteile/-asymmetrien..... | 108 |
| 2.3.4. Ansätze zur empirischen Messung von Finanzmarktintegration..... | 109 |
| 2.3.4.1. Qualitative vs. Quantitative Ansätze zur Messung von Finanzmarktintegration..... | 109 |
| 2.3.4.2. Indirekte Tests auf Finanzmarktintegration..... | 112 |
| 2.3.4.3. Direkte Tests auf Finanzmarktintegration..... | 114 |
| 2.3.4.4. Zusammenfassung..... | 118 |
| 3. Indirekte Tests auf Finanzmarktintegration via Gütermarkt- integration..... | 125 |
| 3.1. Die klassische Formulierung der Purchasing Power Parity (PPP)..... | 125 |
| 3.2. PPP - Testmöglichkeiten und Literaturüberblick..... | 128 |
| 3.3. Erklärungsansätze für PPP-Disparitäten..... | 143 |
| 3.3.1. PPP und Friktionen..... | 144 |
| 3.3.2. Meßbarkeit der PPP..... | 146 |
| 3.3.3. Balassa-Samuelson Theorem (Productivity Bias)..... | 155 |
| 3.3.4. Law of One Price für (disaggregierte) Güterpreise..... | 160 |
| 3.3.5. Pass-Through-Relationship und Pricing to Market..... | 166 |
| 3.3.6. Die 'Ex ernte-' oder 'Efficient Market-' Version der PPP..... | 168 |
| 3.4. PPP - Eigene empirische Ergebnisse auf DM-Basis..... | 172 |
| 3.4.1. Mean-Reversion in den realen DM-Wechselkursen..... | 172 |
| 3.4.2. Implikationen unvollkommener Gütermarktintegration für einen DM-Investor..... | 178 |
| 3.4.2.1. PPP-Disparitäten bei Einzelinvestments an internationalen Aktienmärkten..... | 179 |
| 3.4.2.2. PPP-Disparitäten bei Portfolioinvestments an internationalen Aktienmärkten..... | 196 |
| 3.5. Indirekte Integration internationaler Finanzmärkte durch die Gültigkeit der PPP..... | 204 |

| | |
|--|------------|
| 4. Indirekte Tests auf Finanzmarktintegration via Kapitalmobilität... | 209 |
| 4.1. Internationale Portfoliodiversifikation und Home Bias..... | 209 |
| 4.1.1. Moderne Portfolio-Theorie und internationale Risikodiversifikation. | 210 |
| 4.1.2. Risikodiversifikationseffekte: Integrierte vs. Segmentierte Finanzmärkte..... | 225 |
| 4.1.3. Empirische Evidenz für das Vorliegen des Home Bias..... | 230 |
| 4.1.4. Deutsche Anleger und Home Bias..... | 238 |
| 4.1.5. Ansätze zur Erklärung des Home Bias..... | 242 |
| 4.1.5.1. Transaktionskosten..... | 243 |
| 4.1.5.2. Diskriminierende Besteuerung..... | 245 |
| 4.1.5.3. Wechselkursrisiken..... | 246 |
| 4.1.5.4. Heterogene Erwartungshaltung oder asymmetrische Informationsverteilung..... | 257 |
| 4.1.5.5. Risikodiversifikation mit nationalen Anlagen..... | 266 |
| 4.1.5.5.1. Ergebnisse empirischer Untersuchungen..... | 268 |
| 4.1.5.5.2. Diversifikationspotentiale deutscher MnU..... | 278 |
| 4.1.5.6. Humankapital..... | 289 |
| 4.2. Internationale Wachstumsraten des Konsums..... | 293 |
| 4.3. Unabhängigkeit der Investitions- von der Spartätigkeit..... | 304 |
| 4.3.1. Testmöglichkeiten und Literaturüberblick..... | 305 |
| 4.3.2. Ansätze zur Erklärung des ' <i>Saving-Investment Puzzle</i> '..... | 315 |
| 4.3.2.1. Exogenität der Sparquote..... | 315 |
| 4.3.2.1.1. Bevölkerungswachstum..... | 316 |
| 4.3.2.1.2. Staatliche Steuerung der Leistungsbilanz..... | 316 |
| 4.3.2.1.3. Intertemporale Budgetbeschränkungen..... | 318 |
| 4.3.2.2. Exogenität des Welt-Realzinssatzes..... | 320 |
| 4.3.2.3. Gültigkeit der Real Interest Rate Parity..... | 321 |
| 4.4. Indirekte Integration internationaler Finanzmärkte durch Kapitalmobilität..... | 322 |

| | |
|--|------------|
| 5. Direkte Tests auf Finanzmarktintegration via Interest Rate Parity | 329 |
| 5.1. Closed Interest Rate Parity (Closed IRP) | 330 |
| 5.1.1. Testmöglichkeiten und Literaturüberblick | 331 |
| 5.1.2. Eigene empirische Ergebnisse für die G5 + Italien | 336 |
| 5.2. Covered Interest Rate Parity (Covered IRP) | 341 |
| 5.2.1. Testmöglichkeiten und Literaturüberblick | 343 |
| 5.2.2. Eigene empirische Ergebnisse für die G5 + Italien | 348 |
| 5.3. Uncovered Interest Rate Parity (Uncovered IRP) | 352 |
| 5.3.1. Testmöglichkeiten und Literaturüberblick | 354 |
| 5.3.2. Eigene empirische Ergebnisse für die G5 + Italien | 362 |
| 5.4. Real Interest Rate Parity (Real IRP) | 367 |
| 5.4.1. Testmöglichkeiten und Literaturüberblick | 369 |
| 5.4.2. Eigene empirische Ergebnisse für die G5 + Italien | 381 |
| 5.5. Integration internationaler Finanzmärkte und Interest Rate Parity | 388 |
| 6. Direkte Tests auf Finanzmarktintegration via Asset Pricing | 393 |
| 6.1. Prämien/Abschläge auf (geschlossene) Länderfondsanteile | 394 |
| 6.2. Korrelation und Kointegration an internationalen Finanzmärkten | 401 |
| 6.2.1. Die Korrelationsstruktur der internationalen Finanzmärkte | 401 |
| 6.2.2. Die Kointegrationsstruktur der internationalen Finanzmärkte | 406 |
| 6.3. Internationale Bewertungsmodelle risikobehafteter Finanztitel | 417 |
| 6.3.1. Standard-Bewertungsmodelle und das Prinzip der Arbitragefreiheit | 420 |
| 6.3.1.1. State-Preference-Ansatz | 420 |
| 6.3.1.2. Capital Asset Pricing Model (CAPM) | 423 |
| 6.3.1.3. Arbitrage Pricing Theory (APT) | 427 |
| 6.3.1.4. Das Prinzip der Arbitragefreiheit, State-Preference-Ansatz, CAPM und APT | 431 |
| 6.3.2. Internationale Bewertungsmodelle auf CAPM-Basis | 432 |
| 6.3.2.1. Bewertung bei gleichen Konsummöglichkeiten/-präferenzen und PPP-Gültigkeit: <i>International Capital Asset Pricing Model</i> (<i>ICAPM</i>) | 434 |
| 6.3.2.2. Bewertung bei unterschiedlichen Konsummöglichkeiten/ -Präferenzen und PPP-Abweichungen | 436 |
| 6.3.2.2.1. Solnik-Sercu International Asset Pricing Model (SS-IAPM) | 436 |
| 6.3.2.2.2. <i>International Asset Pricing Model (IAPM)</i> | 441 |

| | |
|--|------------|
| 6.3.2.3. Bewertung unter Berücksichtigung von Investment-Barrieren ... | 444 |
| 6.3.2.3.1. Bewertung unter Berücksichtigung von unterschiedlichen Steuersätzen und/oder Transaktionskosten..... | 444 |
| 6.3.2.3.2. Bewertung unter Berücksichtigung von Markteintritts- beschränkungen..... | 450 |
| 6.3.3. International Arbitrage Pricing Theory (IAPT)..... | 458 |
| 6.3.4. Testmöglichkeiten und Literaturüberblick..... | 464 |
| 6.3.4.1. CAPM-basierte Modelle..... | 464 |
| 6.3.4.2. IAPT-basierte Modelle..... | 490 |
| 6.3.4.3. Zusammenfassung und Kritik..... | 502 |
| 6.4. Integration internationaler Finanzmärkte und Asset Pricing..... | 510 |
| 7. Finanzmarktintegration - Synthese und Zusammenfassung..... | 515 |
| Literaturverzeichnis..... | 537 |
| Stichwortverzeichnis..... | 589 |