

# Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungsverzeichnis</b>	<b>VII</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b>	<b>X</b>
<b>1 Einleitung</b>	<b>1</b>
1.1 Motivation und Zielsetzung . . . . .	1
1.2 Aufbau der Arbeit . . . . .	7
<b>2 Integrationsprozess auf den europäischen Aktienmärkten</b>	<b>11</b>
2.1 Bewertungsmechanismen und die Marktintegration . . . . .	11
2.2 Finanzmarktintegration: Theoretische Grundlagen . . . . .	14
2.2.1 Das Konzept der Finanzmarktintegration . . . . .	15
2.2.2 Voraussetzungen eines integrierten Marktes . . . . .	18
2.2.3 Die Effizienzkriterien eines integrierten Finanzmarktes . . . . .	20
2.2.4 Das Law of one Price als Integrationshypothese . . . . .	25
2.2.5 Investitionsbarrieren als Gründe für die Marktineffizienz . . . . .	27
2.2.6 Messkonzepte der internationalen Finanzmarktintegration . . . . .	29

2.2.6.1	Überblick . . . . .	29
2.2.6.2	Indirekte quantitative Messkonzepte . . . . .	32
2.2.6.3	Direkte Tests auf Integration . . . . .	35
2.3	Der einheitliche europäische Aktienmarkt:	
	Eine Bestandsaufnahme . . . . .	43
2.3.1	Überblick . . . . .	43
2.3.2	Das europäische Integrationskonzept:	
	Der Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion . . . . .	48
2.3.3	Das makroökonomische Umfeld . . . . .	53
2.3.4	Marktorganisation und Regulierung auf dem europäischen Aktienmarkt . . . . .	63
2.3.5	Struktur des Aktienbesitzes: Europaweite Risikodiversifikation? . . . . .	75
2.4	Zusammenfassung . . . . .	82
<b>3</b>	<b>Bewertungsmodelle risikobehafteter Finanztitel</b>	<b>85</b>
3.1	Einleitung . . . . .	85
3.2	Capital Asset Pricing Model (CAPM) . . . . .	86
3.2.1	Das Portfolioentscheidungsproblem eines Investors als mikroökonomische Modellbasis . . . . .	87
3.2.2	Finanztitelbewertung im Marktgleichgewicht . . . . .	91
3.2.3	Empirische Testmöglichkeiten und kritische Beurteilung des CAPM . . . . .	93
3.3	Arbitrage Pricing Theory (APT) . . . . .	98
3.3.1	Traditionelle APT . . . . .	98
3.3.1.1	Modellannahmen . . . . .	98

3.3.1.2	Approximative Finanztitelbewertung im Rahmen der APT . . . . .	101
3.3.2	Gleichgewichts-APT . . . . .	106
3.3.2.1	Exakte Bewertung im Marktgleichgewicht . . . . .	106
3.3.2.2	Abschätzung des Bewertungsfehlers in einer endlichen Ökonomie . . . . .	109
3.3.3	Modellimplikationen und praktische Testbarkeit der APT . . .	112
3.3.4	Ansätze zur Bestimmung bewertungsrelevanter Risikofaktoren	117
3.4	Bewertungsmodelle und Marktineffizienzen . . . . .	121
3.5	Dynamische Bewertungsmodelle . . . . .	124
3.5.1	Vorbemerkungen . . . . .	124
3.5.2	Das Investitions- und Konsumententscheidungsproblem im Mehrperiodenkontext . . . . .	127
3.5.3	Das intertemporale CAPM . . . . .	134
3.5.4	Intertemporale APT . . . . .	141
3.5.5	Bestimmung zeitvariabler Modellparameter . . . . .	147
3.5.5.1	Modellierung zeitvariabler Risikokopramien . . . . .	148
3.5.5.2	Zeitvariable Faktorsensitivitäten . . . . .	152
3.5.6	Prognostizierbarkeit von Renditen, intertemporale Modelle und Markteffizienz . . . . .	160
3.6	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen für die weitere Vorgehensweise . . . . .	164
<b>4</b>	<b>Übertragung der Bewertungsansätze auf das internationale Umfeld</b>	<b>169</b>
4.1	Besonderheiten internationaler Bewertung . . . . .	169
4.2	Präferenzbasierte Bewertung im internationalen Umfeld . . . . .	171

4.2.1	Bewertung bei identischen Konsum- und Investitionsmöglichkeiten . . . . .	171
4.2.2	Bewertung unter Berücksichtigung von KKP-Abweichungen . . . . .	174
4.2.2.1	Das SOLNIK-SERCU International Asset Pricing Model	175
4.2.2.2	International Asset Pricing Model von ADLER/DUMAS (1983) . . . . .	181
4.2.3	Internationale intertemporale Bewertung mit und ohne Konsum	186
4.3	Internationale Bewertung auf der APT-Basis . . . . .	189
4.4	Bewertung auf partiell integrierten Märkten . . . . .	196
4.4.1	Die Notwendigkeit für die Berücksichtigung von Marktsegmen- tierungsaspekten . . . . .	196
4.4.2	Bewertung unter Berücksichtigung von Investitionsbarrieren .	199
4.4.3	Zeitvariable Modellierung des Integrationstandes . . . . .	212
4.5	Zusammenfassung . . . . .	216
<b>5</b>	<b>Asset Pricing auf dem europäischen Finanzmarkt: Konzeption der Untersuchung</b>	<b>219</b>
5.1	Einleitung . . . . .	219
5.2	Literaturüberblick über die bisherigen Untersuchungen und Implika- tionen für die eigene Studie . . . . .	221
5.3	Formulierung der zu testenden Modellspezifikation . . . . .	233
5.3.1	Das theoretische Grundmodell: Modellsynthese . . . . .	233
5.3.2	Umsetzung des theoretischen Modells in testbare Form . . . .	239
5.3.3	Empirischer Schätzansatz unter Berücksichtigung partieller In- tegration . . . . .	244

5.4	Auswahl adäquater Schätzmethoden . . . . .	250
5.4.1	Grundlegende Ansätze . . . . .	250
5.4.2	Querschnittsansatz zur Schätzung unbedingter Modelle: Zweistufige Vorgehensweise . . . . .	254
5.4.2.1	Messung von Faktorsensitivitäten und die Problema- tik der Fehler in den Variablen . . . . .	254
5.4.2.2	Vorgehensweise, Probleme und Lösungsansätze in der Querschnittsanalyse . . . . .	258
5.4.3	Multivariater Zeitreihenansatz zum Test von Bewertungs- modellen . . . . .	267
5.4.3.1	Prinzipielle Vorgehensweise und testbare Implikatio- nen beim traditionellen Zeitreihenansatz . . . . .	267
5.4.3.2	Nichtlinearer simultaner Zeitreihenansatz zur Vali- dierung von Bewertungsmodellen . . . . .	270
5.4.3.3	Ökonometrische Umsetzung des Zeitreihenansatzes .	273
5.4.3.3.1	Lineare Multivariate Regression als Verfah- ren zur Schätzung von Bewertungsmodellen	273
5.4.3.3.2	Seemingly Unrelated Regression als Spezial- fall der multivariaten Regression . . . . .	275
5.4.3.3.3	ITNLSUR als Methode zur simultanen Pa- rameterschätzung im nichtlinearen multiva- riaten Modell . . . . .	279
5.4.3.4	Testverfahren zur Überprüfung von Bewertungs- implikationen . . . . .	282
5.4.4	Schätzung von bedingten Modellen . . . . .	287
5.4.5	Zusammenfassende Beurteilung und Konsequenzen für die Mo- dellschätzung . . . . .	294
5.5	Struktur der empirischen Untersuchung . . . . .	295

<b>6 Empirische Analysen zur Aktienbewertung und Integration auf dem europäischen Aktienmarkt</b>	<b>303</b>
6.1 Datenbasis und deren Aufbereitung . . . . .	303
6.1.1 Einbezogene Aktienmarktdaten . . . . .	303
6.1.2 Eigenschaften der Aktienmarktdaten . . . . .	309
6.1.2.1 Deskriptive Statistiken der verwendeten Renditereihen	309
6.1.2.2 Korrelationsstruktur auf dem europäischen Aktienmarkt . . . . .	315
6.1.3 Auswahl makroökonomischer Variablen . . . . .	320
6.1.3.1 Theoretische Grundlagen . . . . .	320
6.1.3.2 Messung der Risikofaktoren . . . . .	332
6.1.3.3 Deskriptive Statistiken der potenziellen Risikofaktoren	337
6.2 Testergebnisse multifaktorieller Bewertungsmodelle . . . . .	340
6.2.1 Überprüfung der Faktormodellannahme . . . . .	340
6.2.2 Ergebnisse der IAPT-Modellschätzung . . . . .	346
6.2.2.1 Analyse der geschätzten Betakoeffizienten . . . . .	347
6.2.2.2 Analyse des Bewertungszusammenhangs . . . . .	357
6.2.2.3 Renditedekomposition im Periodenvergleich . . . . .	381
6.3 Berücksichtigung der zeitlichen Variabilität der erwarteten Renditen .	389
6.3.1 Modelldynamik: vollständig versus partiell . . . . .	389
6.3.2 Ökonomische Fundierung und die Auswahl der Instrumentalvariablen . . . . .	395
6.3.3 Prognosefähigkeit ausgewählter Instrumentalvariablen . . . . .	410
6.3.4 Ergebnisse der Schätzung eines konditionierten Bewertungsmodells . . . . .	416

6.4 Zusammenfassung . . . . .	433
<b>7 Schlussbetrachtungen und Ausblick</b>	<b>437</b>
7.1 Schlussbetrachtungen . . . . .	437
7.2 Ausblick . . . . .	444
<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>447</b>