

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	VII
Tabellenverzeichnis	X
1 Einleitung	1
1.1 Motivation und Zielsetzung	1
1.2 Aufbau der Arbeit	7
2 Integrationsprozess auf den europäischen Aktienmärkten	11
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
3	Bewertungsmodelle risikobehafteter Finanztitel	85
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 Risikoprämien	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
4 Übertragung der Bewertungsansätze auf das internationale Umfeld	169
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 Marktsegmentierungsaspekten	196
4.4.2	Bewertung unter Berücksichtigung von Investitionsbarrieren .	199
4.4.3	Zeitvariable Modellierung des Integrationstandes	212
4.5	Zusammenfassung	216
5	Asset Pricing auf dem europäischen Finanzmarkt: Konzeption der Untersuchung	219
5.1	Einleitung	219
5.2	Literaturüberblick über die bisherigen Untersuchungen und Implikationen 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 Integration	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 Problematik 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 Bewertungsmodellen	267
5.4.3.1	Prinzipielle Vorgehensweise und testbare Implikationen beim traditionellen Zeitreihenansatz	267
5.4.3.2	Nichtlinearer simultaner Zeitreihenansatz zur Validierung von Bewertungsmodellen	270
5.4.3.3	Ökonometrische Umsetzung des Zeitreihenansatzes .	273
5.4.3.3.1	Lineare Multivariate Regression als Verfahren zur Schätzung von Bewertungsmodellen	273
5.4.3.3.2	Seemingly Unrelated Regression als Spezialfall der multivariaten Regression	275
5.4.3.3.3	ITNLSUR als Methode zur simultanen Parameterschätzung im nichtlinearen multivariaten Modell	279
5.4.3.4	Testverfahren zur Überprüfung von Bewertungsimplikationen	282
5.4.4	Schätzung von bedingten Modellen	287
5.4.5	Zusammenfassende Beurteilung und Konsequenzen für die Modellschätzung	294
5.5	Struktur der empirischen Untersuchung	295

6 Empirische Analysen zur Aktienbewertung und Integration auf dem europäischen Aktienmarkt	303
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
7 Schlussbetrachtungen und Ausblick	437
7.1 Schlussbetrachtungen	437
7.2 Ausblick	444
Literaturverzeichnis	447