

SCHRIFTENREIHE FINANZIERUNG UND BANKEN

Herausgeber: Prof. Dr. Detlev Hummel

Christian Wildmann

Portfolioinvestitionen in Emerging Capital Markets



Verlag Wissenschaft & Praxis



Portfolioinvestitionen in Emerging Capital Markets

SCHRIFTENREIHE FINANZIERUNG UND BANKEN

herausgegeben von
Prof. Dr. Detlev Hummel

Band 15

Christian Wildmann

Portfolioinvestitionen in Emerging Capital Markets

Portfolioinvestitionen im Kontext von
Entwicklungsaspekten aufstrebender Kapitalmärkte

Verlag Wissenschaft & Praxis



Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-89673-580-5
© Verlag Wissenschaft & Praxis
Dr. Brauner GmbH 2011
D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6
Tel. +49 7045 93 00 93 Fax +49 7045 93 00 94
verlagwp@t-online.de www.verlagwp.de

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

Geleitwort

Die Schriftenreihe wird hiermit um eine weitere Dissertation bereichert, welche systematisch und auf breiter empirischer Basis die Portfolioentscheidungen von Finanzinstituten untersucht.

Strategien und Performancemessung in Emerging Capital Markets sind mit der empirischen Kapitalmarktforschung in hochentwickelten Industrieländern jedoch nur begrenzt vergleichbar. Inwiefern können überhaupt Erfahrungen und theoretische Erkenntnisse übertragen werden? Rückschläge beispielsweise in Asien und Russland in den 90er Jahren haben die dynamischen Entwicklungen neuer Finanzmärkte immer wieder in Frage gestellt.

Eine umfassende empirische Basis für Forschungen in Emerging Capital Markets (ECM), Finanzprodukte dort bilden zudem eine extrem inhomogene Asset Klasse, steht erst seit einigen Jahren zur Verfügung und stellt die Finanzmarktforschung vor völlig neue Herausforderungen.

Wildmann stellt sich dieser anspruchsvollen Aufgabe. Er beschreitet in den verschiedenen Kapiteln der vorliegenden Arbeit damit teilweise Neuland, da in der Literatur bisher nur vereinzelte, weniger komplexe Untersuchungen zu den ECMs der globalisierten Welt vorliegen.

Der Autor prüft dabei nicht nur einschlägige statistische und ökonometrische Analysemethoden hinsichtlich ihrer Eignung für das neue, bisher kaum verfügbare Datenmaterial. Verdienstvoll auch der Nachweis des Bedeutungszuwachses der sehr unterschiedlichen ECM aufgrund veränderter Portfoliostrategien der institutionellen Anleger selbst. Diese suchen in der zunehmend interdependenten Weltwirtschaft geringer korrelierte Asset Klassen für eine effizientere Diversifikation. Auch Banken wenden sich deshalb alternativen Kapitalmarktinvestments in Emerging Capital Markets zu, wie Wildmann aus einem besonderen Kooperationsprojekt mit der Deutschen Bundesbank heraus aufzeigen kann.

Der Herausgeber wünscht dem Leser neue Erkenntnisse sowie Anregungen und ist für Hinweise für weitere Forschungen dankbar.

Potsdam im Dezember 2010

Prof. Dr. Detlev Hummel

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Zeit als Doktorand an der Professur für Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Finanzierung und Banken an der Universität Potsdam und wurde im Jahr 2010 von der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Potsdam als Dissertation angenommen.

Mein Dank gebührt vielen Menschen, ohne die die vorliegende Arbeit nicht zustande gekommen wäre. Maßgeblich meinem Doktorvater Prof. Dr. Detlev Hummel für seine langfristige Sichtweise und die Schaffung der Rahmenbedingungen für meine Promotion. Insbesondere danke ich ihm für die Unterstützung meiner Auslandsaufenthalte in China und Russland. Meine Dankbarkeit gilt ebenso Prof. Dr. Strohe, Prof. Dr. Lattemann und Prof. Dr. Petersen für die Kooperation in der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Potsdam. Meinen Mitarbeiter-Kollegen am Lehrstuhl, vor allem Dr. Jana Gersch und Dipl.-Kfm. Markus Tischer, danke ich für die kollegiale Atmosphäre und die förderlichen Kommentare zu den Entwürfen meiner Arbeit.

Die erfolgreiche Zusammenarbeit im Rahmen des Projektes bei der Deutschen Bundesbank verdanke ich Dr. Thilo Liebig sowie vielen Mitarbeitern und Gastforschern des Forschungszentrums. Für Einblicke in die Investorenpraxis danke ich unter anderem Herrn Dipl.-Ökonom Michael Schubert aus dem Asset Management der Landesbank Berlin und Herrn Dipl.-Kfm. Christian Hofmann von der FIVV, Repräsentanz Beijing. Meinen Mentoren Prof. Dr. Boris Rubtsov und Dr. Tatjana Nikitina sowie den Doktoranden-Kollegen danke ich für ihr Engagement während meiner Forschungsaufenthalte an der Finanzakademie Moskau und der Staatlichen Universität für Wirtschaft und Finanzen (FINEC) in St. Petersburg. Gleiches gilt für die Kollegen der University of International Business and Economics (UIBE) in Beijing. Für die finanzielle Unterstützung im Rahmen zweier Stipendien seien der Deutschen Akademischen Austauschdienstes (DAAD) und die Universität Potsdam genannt.

Im Besonderen möchte ich auch meine nicht-wissenschaftlichen Wegbegleiter während meiner Promotionszeit erwähnen. In erster Linie gilt meine Dankbarkeit meinen Freunden für die unvergesslich schöne Zeit in Berlin. Ein ganz besonders herzliches Dankeschön für ihre unentbehrliche Unterstützung geht an Dipl.-Volksw. Nadya L. Jahn.

Letzter, aber größter Dank gilt meinen Eltern, Heidrun und Günther Wildmann, die mich fortwährend unterstützten und immer wieder Geduld bei meinen Auslandsreisen aufbrachten. Ihnen möchte ich diese Arbeit widmen.

Berlin, im Sommer 2010

Christian Wildmann

INHALTSVERZEICHNIS

ABBILDUNGSVERZEICHNIS.....	XII
TABELLENVERZEICHNIS	XV
ANHANGVERZEICHNIS.....	XVIII
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	XXII
I EINLEITUNG	1
1 PROBLEMSTELLUNG	1
2 GANG DER ARBEIT	4
II GRUNDLAGEN DER FINANZMARKTENTWICKLUNG IN ECMS.....	7
1 FINANZMÄRKTE UND DIE REALWIRTSCHAFT	7
2 DEFINITION UND SELEKTION VON EMERGING CAPITAL MARKETS	20
3 KAPITALMARKT- VERSUS BANKENORIENTIERTE FINANZMÄRKTE.....	29
4 ERWEITERUNG UM DIE INTERNATIONALE PERSPEKTIVE.....	34
5 FINANZMARKTENTWICKLUNG UND FINANZMARKTSTABILITÄT	48
III THEORIE UND EMPIRIE ZUR FINANZMARKTENTWICKLUNG	61
1 FINANZMARKTEFFIZIENZ – THEORIE UND EVIDENZ FÜR ECMS	61
1.1 Theoretische Grundlagen	61
1.1.1 Allokationseffizienz	62
1.1.2 Informationseffizienz	64
1.1.3 Marktorganisationseffizienz.....	65
1.2 Empirische Messmethoden	67
1.2.1 Deskriptive Ansätze	67
1.2.2 Finanzmarkttheoretische und ökonometrische Ansätze.....	94
1.2.3 Empirische Studien zur Effizienz von ECMS	100
2 FINANZMARKTINTEGRATION – THEORIE UND EVIDENZ FÜR ECMS	103
2.1 Theoretische Grundlagen	103
2.2 Liberalisierung und <i>de jure</i> Finanzmarktintegration	104
2.3 Quantifizierung der <i>de facto</i> Finanzmarktintegration.....	117
2.3.1 Deskriptive Kennzahlen	117
2.3.2 Ökonometrische Tests.....	122

IV	BESONDERE ASPEKTE VON INVESTITIONSENTSCHEIDUNGEN IN ECMs.....	141
1	GRUNDLAGEN VON INVESTITIONSENTSCHEIDUNGEN IN ECMs	141
1.1	Kapitalmarktentwicklung als Rahmenbedingung für Portfolioinvestitionen	142
1.2	Portfoliotheorie im internationalen Kontext	144
1.3	Der <i>Home Bias</i> internationaler Investoren.....	145
1.4	Veränderungen im Investitionsverhalten durch Kapitalmarktentwicklung.....	147
1.5	Investorenverhalten in Zeiten von Instabilitäten auf Finanzmärkten	154
2	ANLAGEMÖGLICHKEITEN IN ECMs	157
2.1	Internationale Zweitlistings	157
2.2	Alternative Eigenkapitalinstrumente	162
2.3	Nationale und internationale Rentenmärkte.....	169
2.4	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities	171
3	EIGENSCHAFTEN VON WERTPAPIERRENDITEN IN ECMs	174
3.1	Grundlegende Eigenschaften	174
3.2	Verteilungseigenschaften von Wertpapierrenditen.....	176
3.3	Aktienrenditen und Liquidität.....	183
3.4	Bewertung von Anleihen in ECMs	184
4	RISIKOMESSUNG UND -MANAGEMENT	187
4.1	Länderrisikobewertung von ECMs	188
4.1.1	Charakterisierung von Länderrisiken	189
4.1.2	Verfahren zur Berücksichtigung von Länderrisiken	195
4.2	Modellierung der dynamischen Volatilität von Renditezeitreihen	201
4.3	Wechselkursrisiken bei internationalen Portfolioinvestitionen	204
4.3.1	Theorie und Evidenz zu Wechselkursrisiken	204
4.3.2	Risikomanagement auf wenig entwickelten Devisen- und Finanzderivatemärkten.....	208
4.3.3	Spekulationen auf Devisenmärkten.....	215
5	DIE MODELLIERUNG VON ABHÄNGIGKEITEN	218
5.1	Diversifikationseffekte mit ECMs	218
5.2	Diversifikationseffekte im Zuge internationaler Finanzmarktintegration	219
5.3	Copula Funktionen.....	222
5.4	Vektorautoregressive Modelle	229
5.5	Zwischenfazit.....	233

V	OSTEUROPÄISCHE KAPITALMÄRKTE UND PORTFOLIOINVESTITIONEN	235
1	DIE LIBERALISIERUNG DER OSTEUROPÄISCHEN FINANZMÄRKTE.....	235
2	ENTWICKLUNGSSTÄNDE OSTEUROPÄISCHER KAPITALMÄRKTE	243
3	MARKTTEILNEHMER UND ZUGANGSMÖGLICHKEITEN	253
4	DIVERSIFIKATIONSPOTENTIAL OSTEUROPÄISCHER KAPITALMÄRKTE.....	265
5	ZENTRALE CHARAKTERISTIKA DES RUSSISCHEN KAPITALMARKTES	275
6	DIE INTEGRATION RUSSISCHER AKTIENUNTERNEHMEN IN DEN GLOBALEN FINANZMARKT UND DIE AUSWIRKUNGEN AUF DEN NATIONALEN AKTIENMARKT	292
6.1	Literaturüberblick.....	293
6.2	Empirischer Ansatz	296
6.3	Datengrundlage	300
6.4	Deskriptive Statistiken	302
6.5	Empirische Ergebnisse.....	304
7	DIE AUSWIRKUNGEN DER GLOBALEN FINANZKRISE 2008/2009.....	314
8	RESÜMEE.....	322
VI	EMPIRIE ZUM INVESTITIONSVERHALTEN DEUTSCHER BANKEN IN ECMS.....	327
1	INTERNATIONALE INVESTITIONEN DEUTSCHER BANKEN	327
2	DETERMINANTEN DEUTSCHER PORTFOLIOINVESTITIONEN IN ECMS	335
3	DATEN UND DESKRIPTIVE STATISTIKEN	344
4	EMPIRISCHES MODELL UND METHODEN	352
5	ERGEBNISSE	361
5.1	Between-Effects-Schätzungen	361
5.2	Partialmodell Finanzmarktentwicklung	365
5.3	Partialmodell klassisches Portfolio-Kalkül.....	368
5.4	Partialmodell makroökonomische Rahmenbedingungen	369
5.5	Ergebnisse des Totalmodells.....	370
5.6	Partialmodell Investoren-Eigenschaften	373
5.7	Sonstige Investitionen	374
5.8	Ergebnisse für Zeiten von Instabilitäten auf den Finanzmärkten	375
VII	ZUSAMMENFASSUNG.....	379
	ANHANG	XXVII
	LITERATURVERZEICHNIS.....	LXXVII

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung II.1:	Größte Länder weltweit, nach Bevölkerungszahl versus nach BIP.....	9
Abbildung II.2:	Funktionaler Ansatz zur Rolle von Finanzmärkten in der Volkswirtschaft	10
Abbildung II.3:	Anteil einzelner Emerging Markets in Prozent des S&P IFCI Composite und des S&P Frontier BMI Index	24
Abbildung II.4:	Bedeutung der Kapitalmärkte in Osteuropa	33
Abbildung II.5:	Internationale Finanzmärkte bei freiem Kapitalverkehr.....	35
Abbildung II.6:	Systematisierung und Charakterisierung internationaler Kapitalflüsse	38
Abbildung II.7:	Gruppierung der Wechselkursregime von Emerging Markets	52
Abbildung II.8:	Interdependenzen von Finanzmarktentwicklung, internationalen Kapitalflüssen und volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen.....	58
Abbildung III.1:	Hierarchie der Effizienzkriterien	62
Abbildung III.2:	Ausprägungen der Informationseffizienz	65
Abbildung III.3:	Anteil der zehn größten gelisteten Unternehmen an der gesamten nationalen Marktkapitalisierung und Anteil der zehn meist gehandelten Unternehmen am gesamten nationalen Handelsvolumen.....	74
Abbildung III.4:	Durchschnittliche Unternehmensgröße an Aktienmärkten in ECMs	76
Abbildung III.5:	Systematisierung von Transaktionskosten.....	87
Abbildung III.6:	Box-Plot für gesamte Transaktionskosten in ECMs.....	89
Abbildung III.7:	Gesamte Transaktionskosten in ECMs.....	90
Abbildung III.8:	Durchschnittliche Transaktionskosten <i>Market Impact</i> in ECMs.....	91
Abbildung III.9:	Box-Plot des standardisierten <i>Financial Reform</i> Index des IMF nach Abiad/Detrage/Detragiache/Tressel (2008) für ECMs	117
Abbildung III.10:	Box-Plot der Net External Position nach Lane/Milesi-Feretti (2007b) für ECMs	119
Abbildung III.11:	Box-Plot der Summe aus gesamten Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland nach Lane/Milesi-Feretti (2007b) für ECMs	120
Abbildung IV.1:	Summe und relativer Anteil ausländischer Eigenkapitaltitel in US-amerikanischen Wertpapierportfolios	153
Abbildung IV.2:	Handelsvolumen in den USA gelisteter <i>Depositary Receipts</i>	163
Abbildung IV.3:	Anzahl <i>Depositary Receipts</i> aus ECMs und Handelsvolumen nach Herkunftsland.....	167

Abbildung IV.4:	Box-Plot für die Schiefe von Renditen der Aktienmarktindices aus ECMs im Zeitablauf	179
Abbildung IV.5:	Box-Plot für die Kurtosis von Renditen der Aktienmarktindices aus ECMs im Zeitablauf	179
Abbildung IV.6:	Emerging Market Bond Index Spread und US Treasury Yield.....	186
Abbildung IV.7:	Bestimmungsfaktoren einer Länderrisikoanalyse	194
Abbildung IV.8:	Systematisierung der Verfahren zur Länderrisikobewertung.....	195
Abbildung IV.9:	Tagesrenditen der Aktienmarkt-Kursindices MSCI für BRIC-Länder, Hongkong und osteuropäische ECMs	202
Abbildung IV.10:	Box-Plot für die Volatilität des Wechselkurses zum Euro im Zeitablauf für ECMs.....	207
Abbildung IV.11:	Box-Plot für die Volatilität des Wechselkurses zum Euro im Querschnitt über ECMs.....	207
Abbildung IV.12:	Box-Plot für die Korrelation des Aktienmarktes zum DAX für ECMs im Querschnitt	221
Abbildung IV.13:	Box-Plot für die Korrelation des Aktienmarktes zum DAX für ECMs im Zeitablauf.....	222
Abbildung IV.14:	Vereinfachte Darstellung des Zusammenfügens von Randverteilungen und Copula.....	225
Abbildung V.1:	Indikator für Beteiligungsrestriktionen nach Edison/Warnock (2003) für osteuropäische Länder.	240
Abbildung V.2:	Internationale Anleihefinanzierung nach Emittenten in osteuropäischen Ländern	250
Abbildung V.3:	Ausstehende Volumina auf den nationalen Rentenmärkten nach Emittenten in ausgewählten osteuropäischen Ländern.....	251
Abbildung V.4:	Anteil der ausländischen Marktteilnehmer am Handelsvolumen der MICEX	258
Abbildung V.5:	Dekomposition der Varianz des Prognosefehlers für den russischen Aktienindex	268
Abbildung V.6:	Box-Plot für die Korrelation osteuropäischer Aktienmärkte zum DAX	269
Abbildung V.7:	Box-Plot für die Korrelation osteuropäischer Rentenmärkte zum Weltmarkt	271
Abbildung V.8:	Auswirkungen des EU-Beitritts Tschechiens und Ungarns auf die Korrelation der Aktienmarktindices zum DAX	273

Abbildungsverzeichnis

Abbildung V.9:	Auswirkungen des EU-Beitritts Polens und Rumäniens auf die Korrelation der Aktienmarktindices zum DAX.....	274
Abbildung V.10:	Schematische Darstellung der Clearing und Settlement Architektur am russischen Kapitalmarkt.....	288
Abbildung V.11:	Zusammensetzung und durchschnittliche Transaktionskosten am russischen Aktienmarkt im Querschnittsvergleich	290
Abbildung V.12:	Zeitstrahl der Event-Studie am russischen Aktienmarkt	297
Abbildung V.13:	Cumulative Abnormal Returns für russische Aktienunternehmen.....	305
Abbildung V.14:	Standardisiertes abnormales Handelsvolumen für russische Aktien.....	307
Abbildung V.15:	Durchschnittlicher Anteil der Auslandsbanken, Anstieg der nationalen Kreditvergabe und Leistungsbilanzsaldo für osteuropäische Länder.....	318
Abbildung V.16:	Anteil ausländischer Banken und Leistungsbilanzsaldo für mittelosteuropäische Länder.....	319
Abbildung V.17:	Ölpreis pro Barrel Crude Oil versus Wechselkurs Rubel/USD.....	320
Abbildung V.18:	Differenz aus Wertpapierkäufen und -verkäufen von ausländischen Marktteilnehmern an der MICEX.....	321

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle II.1:	Kriterien zur Klassifizierung von Emerging Capital Markets (1)	26
Tabelle II.2:	Kriterien zur Klassifizierung von Emerging Capital Markets (2)	27
Tabelle II.3:	Deskriptive Statistiken internationaler Netto-Kapitalflüsse in Emerging Markets	42
Tabelle II.4:	Korrelationskoeffizienten der internationalen Netto-Kapitalflüsse für Emerging Markets	44
Tabelle II.5:	Kapitalzuflüsse in Schwellen- und Entwicklungsländer	46
Tabelle II.6:	Rangfolge des Bestandes an Verbindlichkeiten aus Portfolioinvestitionen gegenüber ausländischen Investoren in Emerging Markets	46
Tabelle II.7:	Gruppierung der Wechselkursregime von ECMs.....	52
Tabelle II.8:	Übersicht über die Auswirkungen der globalen Finanzkrise 2008/2009 auf ECMs (1)	56
Tabelle II.9:	Übersicht über die Auswirkungen der globalen Finanzkrise 2008/2009 auf ECMs (2)	57
Tabelle III.1:	Größe der Aktienmärkte ausgewählter ECMs.....	69
Tabelle III.2:	Entwicklungsstand der Aktienmärkte ausgewählter ECMs	70
Tabelle III.3:	Ausstehende Volumina und Handelsvolumina gelisteter Anleihen nach privaten und öffentlichen Emittenten an Börsen ausgewählter ECMs.....	72
Tabelle III.4:	Handelsvolumina der Aktienmärkte ausgewählter ECMs.....	79
Tabelle III.5:	Liquidität der Aktienmärkte ausgewählter ECMs	80
Tabelle III.6:	Gesamtes Risiko Rating der Kapitalmarktinfrastruktur ausgewählter ECMs	84
Tabelle III.7:	Systematisierung von Indikatoren zur Quantifizierung der Effizienz und des Entwicklungsstands von Kapitalmärkten	93
Tabelle III.8:	Zusammenfassende Darstellung und Beurteilung empirischer und ökonomischer Testmöglichkeiten auf Finanzmarkteffizienz	100
Tabelle III.9:	Effekte der Liberalisierung von Finanzdienstleistungen auf die Kapitalflüsse	109
Tabelle III.10:	Anzahl von Restriktionen und Beschränkungen in ECMs	113
Tabelle III.11:	Indikator für Restriktionen und Beschränkungen im Kapitalverkehr in ECMs.....	114

Tabellenverzeichnis

Tabelle III.12:	Standardisierter <i>Financial Reform</i> Index des IMF nach Abiad/Detrage/Dressel (2008).....	116
Tabelle III.13:	Indikator für Beteiligungsrestriktionen nach Edison/Warnock (2003) ...	121
Tabelle III.14:	Systematisierung der Tests auf Finanzmarktintegration	123
Tabelle IV.1:	Wichtigste Kriterien für Portfolioinvestitionen in ECMs	152
Tabelle IV.2:	Gesamtzahl und Handelsvolumen inländischer versus ausländischer gelisteter Unternehmen nach Entwicklungsstand der Börse	159
Tabelle IV.3:	Anzahl der gelisteten Unternehmen aus ECMs an der London Stock Exchange und der New York Stock Exchange nach Ursprungsland.....	162
Tabelle IV.4:	Gegenüberstellung <i>Depositary Receipt</i> und Globale Namensaktie.....	166
Tabelle IV.5:	Verwaltetes Vermögen in UCITS-Fonds nach Herkunftsland	173
Tabelle IV.6:	Deskriptive Statistiken und Tests auf die Verteilungseigenschaften von Monatsrenditen der Aktienmarkt-Kursindices MSCI für ECMs.....	178
Tabelle IV.7:	Untergliederung wirtschaftlicher Risikoindikatoren nach binnen- und außenwirtschaftlichen Faktoren.....	190
Tabelle IV.8:	<i>Global Peace Index</i> der Organisation Vision of Humanity sowie der Subindikator <i>Political Stability & Absence of Violence/Terrorism</i> der <i>Governance Indicators</i> der Weltbank	192
Tabelle IV.9:	<i>Sovereign Risk Ratings</i> der Ratingagentur Fitch Ratings für ECMs.....	198
Tabelle IV.10:	Anteil einzelner Währungen an den durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen der Devisenmärkte.....	210
Tabelle IV.11:	Durchschnittliche tägliche Handelsvolumina der Devisenmärkte nach Anteil am Kassa- und Terminmarkt.....	212
Tabelle IV.12:	Ausgewählte bivariate Copula-Funktionen	227
Tabelle V.1:	Führende osteuropäische Börsen und Aktienmarktindices	236
Tabelle V.2:	Formen der Privatisierung über Aktienmärkte und Jahr der Handelseröffnung an den Aktienmärkten in osteuropäischen Transitionsländern	238
Tabelle V.3:	Größe osteuropäischer Aktienmärkte und BRIC-Länder	247
Tabelle V.4:	Handelsvolumina osteuropäischer Aktienmärkte.....	247
Tabelle V.5:	Entwicklungsstand osteuropäischer Aktienmärkte.....	248
Tabelle V.6:	Liquidität osteuropäischer Aktienmärkte	248
Tabelle V.7:	Verwaltetes Kapital institutioneller Anleger nach Investorengruppen am Beispiel Polens, der Slowakei, Tschechiens und Ungarns	260

Tabellenverzeichnis

Tabelle V.8:	Anzahl der handelbaren osteuropäischen Aktien, Anleihen und Investmentfonds an der Deutschen Börse	262
Tabelle V.9:	Anzahl der handelbaren <i>Depositary Receipts</i> an deutschen Wertpapierbörsen.....	263
Tabelle V.10:	Kennzahlen für den organisierten russischen Kapitalmarkt	280
Tabelle V.11:	Verteilung der Branchenzugehörigkeit der gelisteten Unternehmen auf dem russischen Aktienmarkt	281
Tabelle V.12:	Konzentration auf die größten Unternehmen im russischen Aktienmarkt	282
Tabelle V.13:	Ausstehende Volumina russischer, öffentlicher und privater Emittenten an den nationalen und internationalen Rentenmärkten	285
Tabelle V.14:	Deskriptive Statistiken für Rendite und Handelsvolumen der russischen Unternehmen mit <i>Depositary Receipts</i>	303
Tabelle V.15:	<i>Average Abnormal Returns</i> und <i>Cumulative Abnormal Returns</i> in verschiedenen Zeitfenstern für russische Unternehmen	306
Tabelle V.16:	Erklärung der <i>Cumulated Abnormal Returns</i> im Querschnitt über russische Aktien	309
Tabelle V.17:	Veränderung der Autokorrelation von russischen Aktienrenditen nach einem DR-Start	311
Tabelle V.18:	Veränderung der Abhängigkeiten zum nationalen und globalen Aktienmarkt von russischen Aktienrenditen nach einem DR-Start.....	312
Tabelle V.19:	Veränderung der Abhängigkeiten zum nationalen und globalen Aktienmarkt von russischen Aktienrenditen nach einem DR-Start.....	313
Tabelle VI.1:	Wertpapierbestand deutscher Banken und Aufgliederung in inländische versus ausländische Emittenten.....	329
Tabelle VI.2:	Rangfolge der gesamten ausländischen Forderungen gegenüber Entwicklungsländern nach Ursprungsland	332
Tabelle VI.3:	Jährliche Durchschnitte der Investitionen deutscher Banken in ECMs nach Art des Investments.....	348
Tabelle VI.4:	Deskriptive Statistiken der Investitionen deutscher Banken in ECMs nach Art des Investments.....	349
Tabelle VI.5:	Aktieninvestitionen und Investitionen in Staatsanleihen in ECMs. Schätzungen mit dem <i>Between-Effects</i> -Schätzer.....	363
Tabelle VI.6:	Aktieninvestitionen und Investitionen in Staatsanleihen in ECMs. Totalmodell mit Regressoren aus verschiedenen Partialmodellen	372

ANHANGVERZEICHNIS

Anhang 1:	Gesamt- und Subindikatoren des <i>Financial Development Index</i> des World Economic Forum.....	XXVIII
Anhang 2:	Subindikatoren des <i>Financial Development Index</i> des World Economic Forum	XXIX
Anhang 3:	Börsengänge und Kapitalaufnahmen in Form von <i>Initial Public Offerings</i> und <i>Secondary Public Offerings</i> für Aktienmärkte ausgewählter Emerging Markets	XXX
Anhang 4:	Volumen und Struktur internationaler Netto-Kapitalflüsse in Emerging Markets	XXXI
Anhang 5:	Kapitalzuflüsse in Schwellen- und Entwicklungsländer	XXXII
Anhang 6:	Rangfolge der Emerging Markets mit größten Kapitalzuflüssen	XXXII
Anhang 7:	Anzahl der gelisteten Unternehmen an den Aktienbörsen ausgewählter ECMs	XXXIII
Anhang 8:	Steuern auf Zins- und Dividendenzahlungen sowie auf Kapitalgewinne.....	XXXIV
Anhang 9:	Beschränkungen für Beteiligungen ausländischer Investoren an gelisteten Unternehmen in Emerging Markets	XXXV
Anhang 10:	Index des IMF zum Grad der Liberalisierung der Kapitalverkehrsbilanz nach Abiad/Detrage/Dressel (2008).....	XXXVI
Anhang 11:	Index des IMF zum Grad der Entwicklung und Liberalisierung der Wertpapiermärkte nach Abiad/Detrage/Dressel (2008).....	XXXVII
Anhang 12:	Net External Position nach Lane/Milesi-Feretti (2007b)	XXXVIII
Anhang 13:	Summe aus gesamten Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland nach Lane/Milesi-Feretti (2007b)	XXXIX
Anhang 14:	Net External Position nach Lane/Milesi-Feretti (2007b) für ECMs	XL
Anhang 15:	Zusammensetzung des Wertpapier-Vermögens deutscher Investmentfonds.	XLI
Anhang 16:	Bedeutung verschiedener Aspekte des Entwicklungsstandes osteuropäischer ECMs anhand ausgewählter Kriterien.....	XLII
Anhang 17:	Subindikatoren der <i>Governance Indicators</i> der Weltbank und der <i>Corruption Perceptions Index</i> von Transparency International	XLIII

Anhang 18:	Gesamt- und Subindikatoren des <i>Ease of Doing Business Index</i> der IFC und <i>Global Competitiveness Index</i> des World Economic Forum	XLIV
Anhang 19:	Annualisierte Volatilität von Tagesrenditen der Aktienmarkt-Kursindices MSCI für ECMs	XLV
Anhang 20:	Geografische Verteilung der durchschnittlichen täglichen Handelsvolumina der Devisenmärkte.....	XLVI
Anhang 21:	Geografische Verteilung der durchschnittlichen täglichen Handelsvolumina der OTC-Derivatemärkte aus ECMs nach Devisen- und Zinsinstrumenten	XLVII
Anhang 22:	Handelsumsätze an Börsen gehandelter Terminkontrakte auf Aktien, Aktienindices und Anleihen	XLVIII
Anhang 23:	Überprüfung der Block-Granger-Kausalität im VAR-Ansatz.....	XLIX
Anhang 24:	Charakterisierung osteuropäischer Finanzmärkte nach Regulierungen und Gesetzgebungsstandards	L
Anhang 25:	Makroökonomische Kennzahlen für Osteuropa.....	LI
Anhang 26:	Charakterisierung osteuropäischer Volkswirtschaften nach wirtschaftspolitischem Integrationsstand, Wechselkurssystem und Währung	LII
Anhang 27:	Anzahl der gelisteten Unternehmen an den Aktienbörsen ausgewählter osteuropäischer ECMs.....	LIII
Anhang 28:	Entwicklungsindikator für Bankensektor- und Zinssatzliberalisierung in osteuropäischen Finanzmärkten	LIV
Anhang 29:	Entwicklungsindikator für Wertpapiermärkte und Nicht-Banken in osteuropäischen Finanzmärkten	LIV
Anhang 30:	Rollierende 60-Tage-Korrelation osteuropäischer Aktienmärkte zum DAX.....	LV
Anhang 31:	Zusammenhang der Korrelation osteuropäischer Aktienmärkte zum DAX mit der annualisierten mittleren Rendite	LV
Anhang 32:	Zusammenhang der Korrelation osteuropäischer Aktienmärkte zum DAX mit der annualisierten Standardabweichung der Rendite.....	LVI
Anhang 33:	Zusammenhang der Korrelation osteuropäischer Aktienmärkte zum DAX mit der annualisierten <i>Sharpe Ratio</i>	LVI
Anhang 34:	Charakterisierung russischer Finanzmärkte nach Regulierungen, Gesetzgebungsstandards und Liberalisierungen.....	LVII
Anhang 35:	Übersicht und Charakterisierung liquider Aktien russischer Emittenten mit DR-Start zwischen 1997 und 2008 (1)	LVIII

Anhangverzeichnis

Anhang 36:	Übersicht und Charakterisierung liquider Aktien russischer Emittenten mit DR-Start zwischen 1997 und 2008 (2)	LIX
Anhang 37:	Klassifikation der russischen Aktien mit verfügbaren Zeitreihen für DR-Programme	LX
Anhang 38:	Klassifikation der russischen Aktien in der Stichprobe.....	LX
Anhang 39:	Vergleich des Handels von GAZPROM OAO an den Börsen MICEX, RTS, LSE und Deutsche Börse.....	LXI
Anhang 40:	Veränderung der Abhängigkeiten zum nationalen und globalen Aktienmarkt von russischen Aktienrenditen nach einem DR-Start.....	LXII
Anhang 41:	Fünfjahres <i>Credit Default Swaps</i> osteuropäischer Länder während der globalen Finanzkrise 2008/2009	LXIII
Anhang 42:	Durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnisse der S&P-Aktienindices osteuropäischer Aktienmärkte	LXIV
Anhang 43:	Netto-Wertpapierkäufe ausländischer Marktteilnehmer an der MICEX versus Verlauf des russischen Aktienindex RTS.....	LXV
Anhang 44:	Devisenreserven und Reserven des russischen Reservefonds versus Wechselkurs Rubel/USD.....	LXV
Anhang 45:	Wertpapierbestand nach Bankengruppen sowie Anteil ausländischer Emittenten an Wertpapierbestand und Bilanzsumme (1).....	LXVI
Anhang 46:	Wertpapierbestand nach Bankengruppen sowie Anteil ausländischer Emittenten an Wertpapierbestand und Bilanzsumme (2).....	LXVII
Anhang 47:	Gesamter Vermögensbestand von Portfolioinvestoren und davon investiertes Vermögen in Emerging Markets	LXVIII
Anhang 48:	Systematisierung und Definition der Variablen sowie Datenquellen	LXIX
Anhang 49:	Übersicht über verwendete Aktien- und Rentenmarktindices.....	LXX
Anhang 50:	Gesamte Portfolioinvestitionen aus Deutschland in den bedeutendsten entwickelten Ländern, Offshore-Ländern und ECMs ..	LXXI
Anhang 51:	Arithmetisches Mittel der erklärenden Variablen zur Beschreibung der Finanzmarktentwicklung.....	LXXII
Anhang 52:	Arithmetisches Mittel der erklärenden Variablen zur Beschreibung der makroökonomischen Entwicklungen	LXXIII
Anhang 53:	Box-Plot für die Aktienmarktkapitalisierung zum BIP über ECMs..	LXXIV
Anhang 54:	Box-Plot für die Liquidität des Aktienmarktes über ECMs	LXXIV
Anhang 55:	Box-Plot für die dreimonatige, rollierende <i>Sharpe Ratio</i> auf Aktienmärkten in ECMs im Zeitablauf	LXXV

Anhang 56:	Box-Plot für die dreimonatige, rollierende Standardabweichung von Renditen der Aktienmarktindices in ECMs im Zeitablauf.....	LXXXV
Anhang 57:	Box-Plot für den Indikator der finanziellen Offenheit über ECMs...	LXXXVI
Anhang 58:	Ergebnisse der Panel-Unit-Root-Tests unter der Annahme von “ <i>cross-sectional independence</i> ” und gemeinsamen sowie individuellen Einheitswurzelprozessen	LXXXVII
Anhang 59:	Ergebnisse des „ <i>simple panel unit root test in heterogeneous panels with cross section dependence</i> ” nach Pesaran (2007)	LXXXVIII
Anhang 60:	Panel Error Assumptions in TSCS Daten.....	LXXXIX
Anhang 61:	Aktieninvestitionen in ECMs. Partialmodell Finanzmarktentwicklung.....	LXXX
Anhang 62:	Investitionen in Staatsanleihen in ECMs. Partialmodell Finanzmarktentwicklung	LXXXI
Anhang 63:	Aktieninvestitionen und Investitionen in Staatsanleihen in ECMs. Partialmodell klassisches Portfolio-Kalkül	LXXXII
Anhang 64:	Aktieninvestitionen und Investitionen in Staatsanleihen in ECMs. Makroökonomisches Partialmodell	LXXXIII
Anhang 65:	Aktieninvestitionen und Investitionen in Staatsanleihen in ECMs. Partialmodell Investor-Charakteristika.....	LXXXIV
Anhang 66:	Direktinvestitionen und Auslandswechsel in ECMs. Totalmodell mit Regressoren aus verschiedenen Partialmodellen	LXXXV
Anhang 67:	Aktieninvestitionen in ECMs. Schätzer für die Koeffizienten von Monats-Dummys in einem vollen <i>Two-Way-Fixed-Effects</i> -Modell	LXXXVI
Anhang 68:	Ausgewählte Überschriften von Artikeln der <i>Financial Times</i> über Portfolioinvestoren in Emerging Markets in 2006	LXXXVII

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

AAR	Average Abnormal Returns
ABR	Ausländische Beteiligungsrestriktionen
ADF	Augmented Dickey-Fuller Test
ADR	American Depositary Receipt
AG	Aktiengesellschaft
AIC	Informationskriterium nach Akaike
AIF	Aktieninvestmentfonds
APT	Arbitrage Pricing Theory
ARCH	Autoregressive Conditional Heteroscedasticity Modell
ARDL	Auto-Regressive-Distributed-Lag Modell
AREAER	Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions
AR(p)	Autoregressiver Prozess, p-ter Ordnung
BERI	Business Environment Risk Intelligence
BIC	Informationskriterium nach Bayes
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIS	Bank for International Settlements
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros de São Paulo
BMI	Broad Market Index
BONY	Bank of New York
BP	Basispunkte
BRIC	Brasilien, Russland, Indien, China
CACAO	Current and Capital Account Openness Indikator
CADF	covariate-augmented Dickey Fuller Test
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CAR	Cumulative Abnormal Returns
CCP	Central Counterparty
CDO	Collateralized Debt Obligations
CDS	Credit Default Swap
CJSC SKRIN	Comprehensive joint stock companies, issuer information disclosure and news system
CLN	Credit-Linked Notes
CNX	China Traded Index
CPI	Corruption Perceptions Index
CPIS	Coordinated Portfolio Investment Survey

Abkürzungsverzeichnis

C&S	Clearing & Settlement
CSD	Central Securities Depository
DAX	Deutscher Aktienindex
DCC	Depository Clearing Center
DR	Depository Receipt
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development
ECB	European Central Bank
ECM	Emerging Capital Market
EDR	European Depository Receipt
EIU	Economist Intelligence Unit
EMBI	Emerging Market Bond Index
ETF	Exchange-traded fund
EU	Europäische Union
EWU	Europäische Währungsunion
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FESE	Federation of European Securities Exchanges
FDI	Foreign Direct Investment
FGLS	Feasible Generalized Least Squares
FFMS	Federal Financial Markets Service
FSDI	Financial Sector Development Indicators
FTD	Financial Times Deutschland
GARCH	Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity Modell
GATS	General Agreement on Trade in Services
GCI	Global Competitiveness Index
GDR	Global Depository Receipt
GMM	Generalized Method of Moments
GPI	Global Peace Index
GRS	Globally Registered Share
HI	High Income
IAPT	International Arbitrage Pricing Theory
IAPM	International Arbitrage Pricing Model
ICAPM	International Capital Asset Pricing Model
IFC	International Finance Corporation
IFS	International Financial Statistics
IFSL	International Financial Services, London
IICRG	Institutional Investor's Country Risk Guide
IID	Independent Identically Distributed

Abkürzungsverzeichnis

IMF	International Monetary Fund
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPO	Initial Public Offering
JB	Jaque-Bera-Test
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KWG	Kreditwesengesetz
LC	Local Currency
LI	Lower Income
LMI	Lower Middle Income
LooP	Law of one Price
LPM	Lower Partial Moments
LSDV	Least-Squares-Dummy-Variable
LSE	London Stock Exchange
LTCM	Long-Term Capital Management
M2	Geldmenge M2
MICEX	Moscow Interbank Currency Exchange
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MSCI	Morgan Stanley Capital International
MTFs	Multilateral Trading Facilities
MVP	Minimum-Varianz-Portfolio
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NAUFOR	National Association of Securities Market Participants
NDC	National Depository Center
NDF	Non-deliverable Forwards
NYSE	New York Stock Exchange
ОАО	Russisch: Открытое Акционерное Общество
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OeKB	Oesterreichische Kontrollbank
ÖTOB	Österreichische Termin- und Optionenbörse
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OLS	Ordinary Least Squares, Kleinstquadratmethode
OPEC	Organization of the Petroleum Exporting Countries
OTC	Over the Counter
p.a.	pro anno
PCSE	Panel Corrected Standard Errors
PER	Price Earnings Ratio
PIF	Anteilsinvestmentfonds

Abkürzungsverzeichnis

PPP	Purchasing Power Parity, Kaufkraftparität
RTS	Russian Trading System
RWA	Risk Weighted Assets, gewichtete Risikoaktiva
S&P	Standard & Poor's
SE	Stock Exchange
SEC	Securities and Exchange Commission
SIC	Informationskriterium nach Schwarz und Bayes
SPO	Secondary Public Offering
SUR	Seemingly Unrelated Regressions
SW	Shapiro-Wilk Test
TSCS	Time-Series Cross-Section
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
UES	Unified Energy Systems
UK	United Kingdom
UMI	Upper Middle Income
US / USA	United States of America
USD	US-Dollar
US-GAAP	U.S. Generally Accepted Accounting Principles
VAR	Vektorautoregressives Modell
VR	Variance-Ratio-Test
WFE	World Federation of Exchanges
WKM	Wechselkursmechanismus
WTO	World Trade Organisation
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

I Einleitung

1 Problemstellung

In zunehmendem Maße engagieren sich internationale Investoren in aufstrebenden Kapitalmärkten. Auf Grund dieser Entwicklung ist die Diskussion der Besonderheiten von Portfolioinvestitionen im Kontext von Entwicklungsaspekten aufstrebender Kapitalmärkte von wissenschaftlicher und praktischer Relevanz. Die vorliegende Arbeit systematisiert Theorie und Evidenz zur Beschreibung von Finanzmarktentwicklung, diskutiert problemspezifische Aspekte im Entscheidungskalkül von Portfolioinvestoren und analysiert die Zusammenhänge von Finanzmarktentwicklung und internationalen Portfolioinvestitionen im Rahmen zweier empirischer Analysen.

Es können zwei Hauptgründe für die steigende Bedeutung von aufstrebenden Kapitalmärkten für Investoren angeführt werden. Der erste Grund lässt sich aus den Eigenschaften aufstrebender Kapitalmärkte ableiten, welche durch ein großes Wachstumspotential der Volkswirtschaften und die nachhaltige Entwicklung der Finanzmärkte in den vergangenen Jahrzehnten gekennzeichnet waren. Investitionen in aufstrebende Kapitalmärkte waren bereits vor diesen Fortschritten attraktiv für internationale Investoren, erhielten aber nicht die volle Aufmerksamkeit, da Zeiten finanzieller Instabilitäten und unterentwickelte oder gar geschlossene Märkte hemmend für ein Engagement waren. Treibende Faktoren der positiven Entwicklungen in den vergangenen Jahrzehnten waren die wirtschaftspolitisch durchgeführte Deregulierung, Liberalisierung und Harmonisierung der Finanzmärkte sowie der von Seiten der Investoren und Finanzintermediäre vorangetriebene technische Fortschritt und die Finanzinnovationen.¹ Liberalisierungen, neue Finanzprodukte, effizientere Handelsplätze und Posthandelsstrukturen, eine zunehmend harmonisierte Wertpapieraufsicht und Regulierung sowie die gestiegene Transparenz stabilisierten die aufstrebenden Kapitalmärkte und reduzierten Barrieren und Hemmnisse für internationale Investoren. Diese Entwicklungen bilden den Rahmen, in dem sich internationale Investoren, insbesondere im Kontext von aufstrebenden Kapitalmärkten, bewegen. Mit der gestiegenen Reife der aufstrebenden Kapitalmärkte geht ein größeres Interesse von Portfolioinvestoren an diesen Märkten einher.² Somit stellt die Fokussierung des Untersuchungsgegenstandes auf aufstrebende Kapitalmärkte einen einzigartigen Untersuchungsrahmen dar, um die Bedeutung des Entwicklungsstandes von Kapitalmärkten für Portfolioinvestoren zu analysieren.

Im Rahmen der Arbeit werden daher Emerging Markets betrachtet, welche sich auf Grund ihrer realwirtschaftlichen und im Besonderen ihrer finanzmarktspezifischen Entwicklung an der Schwelle zu einer Industrienation mit offenem und weit entwickeltem Finanz- und Kapitalmarkt befinden. Aus diesem Grund wird der Begriff *Emerging*

¹ Vgl. hierzu auch Jandura (2000), S.1-6.

² Vgl. auch Das (2004a), S.31f.

Capital Markets (ECMs) als Synonym für aufstrebende Kapitalmärkte Verwendung finden. Aus Investorensicht beinhalten ECMs zudem die Eigenschaft einer spezifischen Investitions- und Anlageklasse mit individuellen Charakteristika der Finanz- und Kapitalmärkte.

Zur Beschreibung von Finanzmarktentwicklungen werden im Laufe der Arbeit die beiden Aspekte Finanzmarkteffizienz und Finanzmarktintegration betrachtet. Die vorliegende Arbeit liefert dabei einen wissenschaftlichen Beitrag zur Systematisierung der zugrundeliegenden Theorien, deskriptiven Indikatoren und empirischen Methoden zur Beschreibung und Quantifizierung von Finanzmarkteffizienz und -integration.

Der zweite Grund für eine zunehmende Bedeutung der aufstrebenden Kapitalmärkte ist auf Investorensseite zu finden. Einerseits hat die Bedeutung institutioneller Anleger auf den internationalen Finanzmärkten zugenommen. Diese Tendenz findet unter dem Begriff der „Disintermediation von Banken“ Eingang in die wissenschaftliche Debatte.³ Andererseits haben auch (deutsche) Geschäftsbanken ihr Investitionsverhalten in den vergangenen Jahrzehnten hin zu mehr Kapitalmarkt- und Shareholder-Value-Orientierung verändert.⁴ Daraus resultierte eine steigende Nachfrage nach Anlagemöglichkeiten, welche die Portfolios der Investoren diversifizieren. Begleitet wurde diese Entwicklung zudem von der Notwendigkeit, neue Märkte zu erschließen, um im internationalen Wettbewerb zu bestehen. Internationale Investoren sehen sich einem zunehmenden globalen Wettbewerb ausgesetzt, welcher sie in neue Märkte, Geschäftsbereiche und strategische Ausrichtungen treibt. Beschränkten sich Investoren noch bis vor wenigen Jahrzehnten auf heimische Wertpapiere in ihren Portfolios, so sind die Bestände in den vergangenen Jahren in zunehmendem Maße internationalisiert worden. Vor allem deutsche Groß- und Landesbanken haben in den vergangenen Jahrzehnten eine Internationalisierung ihrer Geschäftstätigkeit vollzogen, welche sich im Kreditvergabe- und Investitionsverhalten widerspiegelt.

Zu den im Rahmen dieser Arbeit betrachteten Portfolioinvestoren zählen institutionelle Investoren wie Pensionsfonds, Investmentfonds und Versicherungen sowie im weiteren Sinne auch im Wertpapierhandel tätige, internationale Banken. Es handelt sich bei Portfolioinvestoren in der Regel um private Investoren, deren Engagement meist kurz- bis mittelfristiger Natur ist. Die Zielsetzungen von internationalen Portfolioinvestoren bestehen zum einen aus der rendite- und risikoorientierten Optimierung von Wertpapierportfolios unter Ausnutzung von Diversifikationsvorteilen, wie sie bereits von Markowitz (1952) formuliert wurde. Zudem ist die taktische Auswahl einzelner Märkte

³ Vgl. hierzu Hummel (2001), S.81-82.

⁴ Ackermann (2006), Buch/Lipponer (2004) und Stöß (2007) diskutieren die strategischen Aspekte der Internationalisierung und der Intensivierung des Wettbewerbs für (deutsche) Banken in globalisierten Märkten.

te und Wertpapiere von Bedeutung. Dabei bedienen sie sich der Anlageformen Eigenkapitaltitel, festverzinsliche Wertpapiere und Termingeschäfte.

Portfolioinvestoren sind, bedingt durch die Umsetzung ihres Engagements über Wertpapiere, in besonderem Maße von dem Entwicklungsstand der Kapitalmärkte abhängig. Im Gegensatz zu einer Investition in entwickelten Kapitalmärkten sind, neben dem klassischen Portfoliokalkül, in ECMs zusätzlich der Entwicklungsstand der Kapitalmärkte sowie die daraus resultierenden Risiken ausschlaggebend für Investitionsentscheidungen.⁵ Die daraus abgeleitete Fragestellung ist, ob eine Investition in einen, aus realwirtschaftlichen (Wachstums-)Gründen oder aus dem klassischen Portfoliokalkül begründeten, interessanten Markt unter den Rahmenbedingungen des jeweiligen Kapitalmarktes zu vertretbaren Kosten und Risiken zu realisieren ist. In diesem Kontext ist das klassische Instrumentarium der Wertpapierbewertung, des Risikomanagements und der Portfoliooptimierung auf der Basis von Abhängigkeiten zwischen Kapitalmärkten zu diskutieren, den problemspezifischen Gegebenheiten anzupassen und weiterzuentwickeln. Die vorliegende Arbeit liefert einen Beitrag hierzu, indem Finanzinnovationen, Märkte und Methoden aus der Sicht internationaler Portfolioinvestoren, jeweils unter Berücksichtigung der entwicklungspezifischen Aspekte von aufstrebenden Kapitalmärkten, diskutiert und mit empirischer Evidenz belegt werden.

Nach der deskriptiven und methodischen Auseinandersetzung hinsichtlich der Beschreibung von Finanzmarktentwicklung sowie der Diskussion der Besonderheiten für Portfolioinvestoren im Kontext von ECMs liefert die Arbeit empirische Ergebnisse in zwei Studien. Ziel ist die Quantifizierung der Finanzmarktentwicklung in ECMs und die empirische Fundierung der theoretisch begründeten Bedeutung der Finanzmarktentwicklung für internationale Portfolioinvestoren. Zum einen werden die Entwicklungsstände von Kapitalmärkten am Beispiel der führenden osteuropäischen Kapitalmärkte im Zeitraum von 2002-2009 fallstudienartig analysiert und die sich dadurch ergebenden veränderten Rahmenbedingungen für Portfolioinvestitionen analysiert. Ein besonderer Fokus liegt dabei auf den Kapitalmärkten in Polen, Russland, Tschechien und Ungarn. Zudem liefert eine Event-Studie über die Auswirkungen der Internationalisierung der Finanzierung 21 russischer Aktienunternehmen durch *Depositary Receipts* auf den nationalen Aktienmarkt im Zeitraum von 1997-2008 neue Erkenntnisse über die Bedeutung von Finanzmarktliberalisierung und Finanzinnovationen für die nationalen Kapitalmärkte und begründet somit die Attraktivität für internationale Portfolioinvestoren. In einer weiteren Untersuchung werden im Rahmen einer Panel-Analyse die Determinanten einer Investitionsentscheidung aus Sicht deutscher Banken empirisch überprüft. Dabei basiert die Analyse auf Panel-Daten aus dem „Auslandssta-

⁵ Vgl. auch Köke (2001).