



Beena Lubig

Bedeutung von Sovereign Credit Ratings für die internationalen Finanzmärkte

Eine ökonometrische Bewertung
des Informationsgehaltes von
Sovereign Credit Ratings



Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	17
Abbildungsverzeichnis	19
Tabellenverzeichnis	23
Einführung und Zielsetzung der Arbeit	25
1 Ausgangspunkt der Untersuchung	25
2 Fragestellung und Zielsetzung der Arbeit.....	26
3 Gang der Untersuchung	28
Erster Teil: <i>Sovereign credit ratings</i> im Kontext der Internationalisierung der Finanzmärkte	31
1 Institutionelle Rahmenbedingungen von <i>sovereign credit ratings</i> und ihre Bedeutung für die internationalen Finanzmärkte	32
1.1 Definition und Abgrenzung zentraler Begriffe	32
1.1.1 Definition von Rating.....	32
1.1.2 Abgrenzung von <i>sovereign credit rating</i>	33
1.1.3 Beschreibung eines Zahlungsausfalls (<i>default</i>) und Formen der Schuldenentlastung	35
1.2 Institutionelle Rahmenbedingungen durch internationale Rating- Agenturen	38
1.2.1 Historische Entwicklung der Rating-Agenturen	38
1.2.2 Rating-Symbole und ihre Bedeutung	41
1.2.2.1 Rating-Symbole für den kurzfristigen Bereich	42
1.2.2.2 Rating-Symbole für den langfristigen Bereich	43
1.2.3 Typisierter Rating-Prozess und mögliche Rating-Anpassungen	43
1.2.3.1 Ablauf eines typisierten Rating-Prozesses	43
1.2.3.2 Mögliche Rating-Anpassungen	45
1.2.4 Marktstellung und Reputation der Rating-Agenturen.....	47
1.3 Grundlagen von <i>sovereign credit ratings</i> und deren Bedeutung für die internationalen Finanzmärkte.....	51
1.3.1 Historische Entwicklung der <i>sovereign credit ratings</i>	51
1.3.2 Ausprägungen von <i>sovereign credit ratings</i>	52
1.3.2.1 <i>Sovereign ceiling</i>	52
1.3.2.2 <i>Unsolicited Ratings</i>	56
1.3.2.3 <i>Split Ratings</i>	57
1.3.3 Risikofaktoren bei der Vergabe von <i>sovereign credit ratings</i>	58
1.3.3.1 Wirtschaftliche Risikofaktoren	59
1.3.3.2 Politische Risikofaktoren	67
1.3.3.3 Soziale Risikofaktoren	71

1.3.4 Nutzen von <i>sovereign credit ratings</i> für die Marktteilnehmer auf den internationalen Finanzmärkten	72
1.3.4.1 Qualitätsanforderungen an <i>sovereign credit ratings</i>	72
1.3.4.2 Nutzen von <i>sovereign credit ratings</i> für den Emittenten	76
1.3.4.3 Nutzen von <i>sovereign credit ratings</i> für die Investoren.....	77
1.3.5 Das Zinsspread-Modell zur Risiko-/ Rendite-Bewertung von <i>sovereign credit ratings</i>	78
2 Internationalisierung der Finanzmärkte als Akzelerator für Finanzkrisen	82
2.1 Einflussfaktoren für die Internationalisierung und Transformation der globalen Finanzmärkte	82
2.2 Bewertung und Konsequenzen aus der Internationalisierung der Finanzmärkte	87
3 Contagion-Effekte: Transmissionsmechanismen von Finanzkrisen.....	88
3.1 Definition und Abgrenzung von <i>contagion</i> -Effekten	88
3.2 Transmissionsmechanismen von Finanzkrisen durch <i>contagion</i> -Effekte.....	90
3.2.1 Monsun- und <i>Spillover</i> -Effekte (<i>contagion</i> i. w. S.).....	91
3.2.1.1 Monsun-Effekte	91
3.2.1.2 <i>Spillover</i> -Effekte.....	92
3.2.2 Reines <i>contagion</i> (<i>contagion</i> i. e. S.).....	94
3.3 Kritische Betrachtung.....	96
Zweiter Teil: <i>Sovereign credit ratings</i> im Kontext der modernen Finanzierungstheorie	99
1 <i>Sovereign credit ratings</i> im Kontext der neoklassischen Finanzierungstheorie.....	101
1.1 Grundlagen der neoklassischen Finanzierungstheorie	101
1.2 <i>Sovereign credit ratings</i> und die Informationseffizienzthese nach FAMA (1970).....	102
1.2.1 Theoretische Grundlagen der Informationseffizienzthese nach FAMA (1970)	102
1.2.2 Empirische Relevanz des <i>sovereign credit ratings</i> nach FAMA (1970)	106
1.3 Einfluss der <i>sovereign credit ratings</i> auf die Kapitalkosten.....	110
1.3.1 Theoretische Grundlagen des <i>capital asset pricing model</i> (CAPM)	110
1.3.2 Zusammenhang zwischen <i>sovereign credit ratings</i> und dem Betafaktor einer Staatsanleihe	113
1.4 Unvereinbarkeit von <i>sovereign credit ratings</i> und neoklassischer Finanzierungstheorie	116
1.5 Erklärungsansätze für die Unvereinbarkeit von <i>sovereign credit ratings</i> und neoklassischer Finanzierungstheorie	117
1.5.1 Mangelnde Äquidistanz der <i>sovereign credit ratings</i>	117
1.5.2 Divergierende Definitionen der Risikomaße	119
1.5.3 Marktunvollkommenheiten aufgrund von Anlagerestriktionen.....	122

2	Sovereign credit ratings im Kontext der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie	125
2.1	Erklärung des <i>sovereign credit ratings</i> durch die neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie	126
2.2	Legitimation von Rating-Agenturen durch die Principal-Agent-Theorie	127
2.2.1	Grundlagen der Principal-Agent-Theorie	127
2.2.2	Mögliche Konsequenzen aus Principal-Agent-Problemen: <i>adverse-selection</i> und Marktversagen	129
2.2.3	Maßnahmen zur Behebung der <i>adverse-selection</i> Problematik	130
2.3	Reduzierung der Principal-Agent-Problematik mittels <i>sovereign credit ratings</i>	132
2.3.1	<i>Sovereign credit ratings</i> als Instrument zur Reduzierung von Informationsasymmetrien	132
2.3.2	Übertragung von Informationen mittels <i>signalling</i> und <i>screening</i>	134
2.3.3	Schaffung von Anreizsystemen	137
2.3.4	Einschränkung von Sanktionsmöglichkeiten	138
2.4	Entstehung von Principal-Agent-Problemen aufgrund von Rating-Agenturen	139
2.4.1	Principal-Agent-Beziehung zwischen Kapitalgeber und Rating-Agentur	140
2.4.2	Principal-Agent-Beziehung zwischen Kapitalnehmer und Rating-Agentur	143
3	Zusammenfassung und Bewertung des <i>sovereign credit ratings</i> aus theoretischer Sicht.....	144

Dritter Teil: Finanzkrisen in Emerging Markets - Verhalten der Rating-Agenturen und Verlauf des Zinsspreads 147

1	Strukturelle Probleme bei der Integration von Emerging Markets in die Weltfinanzordnung	148
2	Finanzkrisen in Lateinamerika	150
2.1	Finanzkrise in Mexiko (1994): Verhalten der Rating-Agenturen und Verlauf des Zinsspreads	150
2.2	Finanzkrise in Brasilien (1999): Verhalten der Rating-Agenturen und Verlauf des Zinsspreads	153
2.3	Finanzkrise in Argentinien (2001): Verhalten der Rating-Agenturen und Verlauf des Zinsspreads	158
2.4	<i>Contagion</i> -Effekte in Lateinamerika	161
3	Finanzkrise in Ostasien	163
3.1	Finanzkrise in Ostasien (1997)	163
3.2	Verhalten der Rating-Agenturen und Verlauf des Zinsspreads	166
3.2.1	Thailand	168
3.2.2	Indonesien	171
3.2.3	Malaysia	173
3.2.4	Philippinen	175
3.2.5	Südkorea	176
3.3	<i>Contagion</i> -Effekte in Ostasien	179

4	Finanzkrise in Russland	181
4.1	Finanzkrise in Russland (1998): Verhalten der Rating-Agenturen und Verlauf des Zinsspreads	181
4.2	<i>Contagion</i> -Effekte in Russland	185
5	Zusammenfassung und qualitative Bewertung des Verhaltens von Rating-Agenturen	187

Vierter Teil: Empirische und ökonometrische Untersuchung zum Informationsgehalt von <i>sovereign credit ratings</i> für die internationalen Finanzmärkte			189
1	Empirische Studien zum Informationsgehalt von <i>sovereign credit ratings</i> und Ableitung von Hypothesen.....	190	
1.1	Literaturüberblick relevanter Studien.....	190	
1.2	Ableitung von Hypothesen zum Informationsgehalt von <i>sovereign credit ratings</i>	194	
2	Untersuchungsumfang der Ereignisstudie und methodologische Vorgehensweise.....	196	
2.1	Definition des Ereignisses.....	197	
2.2	Selektionskriterien zur Bestimmung des Untersuchungsumfangs.....	198	
2.3	Zeitliche und sachliche Abgrenzung des Ereignisses	199	
2.4	Methodik zur Berechnung von normalen und abnormalen Renditen.....	203	
3	Ergebnisse der empirischen und ökonometrischen Untersuchung zum Informationsgehalt von <i>sovereign credit ratings</i> für die Teilnehmer der internationalen Finanzmärkte	209	
3.1	Ergebnisse für den gesamten Untersuchungsumfang: Lateinamerika, Ostasien und Russland.....	210	
3.2	Ergebnisse für die Finanzkrisen in Lateinamerika	215	
3.2.1	Gesamtergebnisse für Lateinamerika.....	215	
3.2.2	Ergebnisse für Mexiko	219	
3.2.2.1	Beschreibung des Untersuchungsumfangs für Mexiko	219	
3.2.2.2	Kritische Bewertung der Ergebnisse für Mexiko	220	
3.2.3	Ergebnisse für Brasilien	223	
3.2.3.1	Beschreibung des Untersuchungsumfangs für Brasilien.....	223	
3.2.3.2	Kritische Bewertung der Ergebnisse für Brasilien.....	224	
3.2.4	Ergebnisse für Argentinien	228	
3.2.4.1	Beschreibung des Untersuchungsumfangs für Argentinien	228	
3.2.4.2	Kritische Bewertung der Ergebnisse für Argentinien	228	

3.3	Ergebnisse für die Finanzkrise in Ostasien	231
3.3.1	Gesamtergebnisse für Ostasien	231
3.3.2	Ergebnisse für Thailand	237
3.3.2.1	Beschreibung des Untersuchungsumfangs für Thailand.....	237
3.3.2.2	Kritische Bewertung der Ergebnisse für Thailand.....	237
3.3.3	Ergebnisse für Indonesien	243
3.3.3.1	Beschreibung des Untersuchungsumfangs für Indonesien.....	243
3.3.3.2	Kritische Bewertung der Ergebnisse für Indonesien.....	243
3.3.4	Ergebnisse für Malaysia.....	245
3.3.4.1	Beschreibung des Untersuchungsumfangs für Malaysia	245
3.3.4.2	Kritische Bewertung der Ergebnisse für Malaysia	246
3.3.5	Ergebnisse für die Philippinen	249
3.3.5.1	Beschreibung des Untersuchungsumfangs für die Philippinen.....	249
3.3.5.2	Kritische Bewertung der Ergebnisse für die Philippinen	249
3.3.6	Ergebnisse für Südkorea	252
3.3.6.1	Beschreibung des Untersuchungsumfangs für Südkorea	252
3.3.6.2	Kritische Bewertung der Ergebnisse für Südkorea.....	253
3.4	Ergebnisse für Russland	258
3.4.1	Beschreibung des Untersuchungsumfangs für Russland	258
3.4.2	Kritische Bewertung der Ergebnisse für Russland	258
4	Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse	263
 Ergebnisse und Implikationen für die Wissenschaft.....		269
 Anhang		273
Literaturverzeichnis.....		297