

Beena Lubig

**Bedeutung von Sovereign  
Credit Ratings für die  
internationalen Finanzmärkte**

**Eine ökonometrische Bewertung  
des Informationsgehaltes von  
Sovereign Credit Ratings**



**PETER LANG**

Internationaler Verlag der Wissenschaften

# 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
<b>Erster Teil: <i>Sovereign credit ratings</i> im Kontext der Internationalisierung der Finanzmärkte .....</b>	<b>31</b>
1 <b>Institutionelle Rahmenbedingungen von <i>sovereign credit ratings</i> und ihre Bedeutung für die internationalen Finanzmärkte .....</b>	<b>32</b>
1.1 <b>Definition und Abgrenzung zentraler Begriffe .....</b>	<b>32</b>
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 <b>Institutionelle Rahmenbedingungen durch internationale Rating- Agenturen .....</b>	<b>38</b>
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 <b>Grundlagen von <i>sovereign credit ratings</i> und deren Bedeutung für die Internationalen Finanzmärkte.....</b>	<b>51</b>
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
<b>2 Internationalisierung der Finanzmärkte als Akzelerator für Finanzkrisen .....</b>	<b>82</b>
2.1 Einflussfaktoren für die Internationalisierung und Transformation der globalen Finanzmärkte .....	82
2.2 Bewertung und Konsequenzen aus der Internationalisierung der Finanzmärkte .....	87
<b>3 Contagion-Effekte: Transmissionsmechanismen von Finanzkrisen .....</b>	<b>88</b>
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
<b>Zweiter Teil: <i>Sovereign credit ratings</i> im Kontext der modernen Finanzierungstheorie .....</b>	<b>99</b>
<b>1 <i>Sovereign credit ratings</i> im Kontext der neoklassischen Finanzierungstheorie .....</b>	<b>101</b>
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

<b>2</b>	<b>Sovereign credit ratings im Kontext der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie .....</b>	<b>125</b>
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
<b>3</b>	<b>Zusammenfassung und Bewertung des <i>sovereign credit ratings</i> aus theoretischer Sicht.....</b>	<b>144</b>

### Dritter Teil: Finanzkrisen in Emerging Markets -

#### Verhalten der Rating-Agenturen und Verlauf des Zinsspreads .... 147

<b>1</b>	<b>Strukturelle Probleme bei der Integration von Emerging Markets in die Weltfinanzordnung .....</b>	<b>148</b>
<b>2</b>	<b>Finanzkrisen in Lateinamerika .....</b>	<b>150</b>
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
<b>3</b>	<b>Finanzkrise in Ostasien .....</b>	<b>163</b>
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

<b>4</b>	<b>Finanzkrise in Russland .....</b>	<b>181</b>
4.1	Finanzkrise in Russland (1998): Verhalten der Rating-Agenturen und Verlauf des Zinsspreads .....	181
4.2	Contagion-Effekte in Russland .....	185
<b>5</b>	<b>Zusammenfassung und qualitative Bewertung des Verhaltens von Rating-Agenturen .....</b>	<b>187</b>
<b>Vierter Teil: Empirische und ökonomische Untersuchung zum Informationsgehalt von <i>sovereign credit ratings</i> für die internationalen Finanzmärkte .....</b>		<b>189</b>
<b>1</b>	<b>Empirische Studien zum Informationsgehalt von <i>sovereign credit ratings</i> und Ableitung von Hypothesen.....</b>	<b>190</b>
1.1	Literaturüberblick relevanter Studien.....	190
1.2	Ableitung von Hypothesen zum Informationsgehalt von <i>sovereign credit ratings</i> .....	194
<b>2</b>	<b>Untersuchungsumfang der Ereignisstudie und methodologische Vorgehensweise.....</b>	<b>196</b>
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
<b>3</b>	<b>Ergebnisse der empirischen und ökonomischen Untersuchung zum Informationsgehalt von <i>sovereign credit ratings</i> für die Teilnehmer der internationalen Finanzmärkte .....</b>	<b>209</b>
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

---

<b>3.3 Ergebnisse für die Finanzkrise in Ostasien .....</b>	<b>231</b>
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
<b>3.4 Ergebnisse für Russland .....</b>	<b>258</b>
3.4.1 Beschreibung des Untersuchungsumfangs für Russland .....	258
3.4.2 Kritische Bewertung der Ergebnisse für Russland .....	258
<b>4 Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse .....</b>	<b>263</b>
<b>Ergebnisse und Implikationen für die Wissenschaft.....</b>	<b>269</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>273</b>
<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>297</b>