

Dominik Faber

**Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen  
der Europäischen Zentralbank  
auf Aktien-, Anleihe- und Währungsmärkte**

Eine empirische Untersuchung  
ausgewählter europäischer Märkte



Herbert Utz Verlag · München

## **Hochschulschriften zur Betriebswirtschaftslehre**

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dieter Beschorner, Universität Ulm und  
Prof. Dr. Wolfgang Dorow, Europa-Universität Viadrina

Zugl.: Dissertation, Universität Eichstätt-Ingolstadt, 2009

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

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt.  
Die dadurch begründeten Rechte, insbeson-  
dere die der Übersetzung, des Nachdrucks,  
der Entnahme von Abbildungen, der Wieder-  
gabe auf fotomechanischem oder ähnlichem  
Wege und der Speicherung in Datenver-  
arbeitungsanlagen bleiben – auch bei nur  
auszugsweiser Verwendung – vorbehalten.

Copyright © Herbert Utz Verlag GmbH · 2010

ISBN 978-3-8316-0930-7

Printed in Germany  
Herbert Utz Verlag GmbH, München  
089-277791-00 · [www.utzverlag.de](http://www.utzverlag.de)

**Inhaltsverzeichnis**

Inhaltsverzeichnis .....	I
Abkürzungsverzeichnis .....	VI
Symbolverzeichnis .....	X
Abbildungsverzeichnis .....	XVIII
Tabellenverzeichnis .....	XXII
<b>1. Einleitung .....</b>	<b>1</b>
1.1. Problemstellung und Zielsetzung .....	1
1.2. Aufbau der Arbeit .....	3
<b>2. Theoretische Grundlagen .....</b>	<b>5</b>
2.1. Die Geldpolitik der europäischen Zentralbank .....	5
2.1.1. Funktionsweise und Zielsetzung .....	5
2.1.2. Charakterisierung der einzelnen geldpolitischen Maßnahmen .....	7
2.1.2.1. Festsetzung der Leitzinssätze .....	7
2.1.2.2. Offenmarktgeschäfte .....	8
2.1.2.3. Ständige Fazilitäten .....	15
2.1.2.4. Mindestreserven .....	16
2.1.3. Transmissionsmechanismen und ihre theoretische Wirkungsweise auf Finanzmärkte .....	18
2.1.3.1. Zinskanal .....	19
2.1.3.2. Wechselkurskanal .....	23
2.1.3.3. Kreditkanal .....	30
2.1.3.4. Reichweite und Grenzen der Transmissionsmechanismen .. .....	34

2.2.	Unterschiede von Finanzsystem und Finanzstruktur in europäischen Ländern .....	36
2.3.	Informationseffizienz und Preisanpassungen der Märkte .....	48
2.4.	Ableitung und Diskussion der Hypothesen für die empirische Untersuchung.....	58
3.	Literaturüberblick.....	66
3.1.	Anleihestudien .....	66
3.2.	Aktienstudien .....	72
3.3.	Studien zu Währungskursen .....	76
3.4.	Zusammenfassung und kritische Würdigung der Studienergebnisse.....	79
4.	Methodische und statistische Grundlagen.....	83
4.1.	Festlegung Ereignisse und Ereigniszeitpunkte .....	84
4.2.	Festlegung Beobachtungsperiode.....	89
4.3.	Ermittlung der tatsächlichen, erwarteten und abnormalen Rendite .....	91
4.3.1.	Berechnung der tatsächlichen Rendite .....	92
4.3.1.1.	Aktien.....	92
4.3.1.2.	Anleihen .....	93
4.3.1.3.	Währungskurse .....	94
4.3.2.	Ermittlung der erwarteten und abnormalen Rendite .....	95
4.3.2.1.	Aktien.....	95
4.3.2.2.	Anleihen .....	108
4.3.2.3.	Währungskurse .....	114
4.4.	Querschnitts- und Zeitaggregation der Überrenditen.....	119
4.5.	Signifikanztests .....	121

4.5.1.	Parametrische Signifikanztests.....	122
4.5.2.	Nicht-parametrische Testverfahren .....	127
4.6.	Weitergehende Untersuchung der abnormalen Renditen.....	132
4.7.	Kritische Annahmen der verwendeten Regressionsmodelle.....	133
4.7.1.	Beziehung zwischen der abhängigen und der erklärenden Variablen .....	134
4.7.2.	Voller Rang der Matrix der erklärenden Variablen .....	135
4.7.3.	Nicht-stochastische Regressoren .....	135
4.7.4.	Annahme hinsichtlich der Residuen .....	136
4.7.4.1.	Erwartungswert der Residuen beträgt Null .....	136
4.7.4.2.	Homoskedastizität.....	136
4.7.4.3.	Nicht-Autokorrelation .....	137
4.7.4.4.	Normalverteilung der Residuen.....	137
4.8.	Tests auf die kritischen Annahmen der verwendeten Regressionsmodelle.....	137
4.8.1.	Prüfung der Verlässlichkeit der Regressionsschätzung: $R^2$ , $R^2_{adj}$ . und F-Test.....	138
4.8.2.	Testen von Multikollinearität .....	140
4.8.3.	Testen der kritischen Annahmen bezüglich der Residuen. 141	141
4.8.3.1.	Normalverteilungsannahme: Jarque-Bera-Test.....	141
4.8.3.2.	Nicht-Autokorrelation der Residuen: Durbin-Watson- Statistik .....	143
4.8.3.3.	Homoskedastizität: White-Test .....	146
5.	Empirische Untersuchung.....	148
5.1.	Deskriptive Datenanalyse und Datenaufbereitung.....	148
5.1.1.	Vorstellung der verwendeten Daten.....	148

5.1.2.	Umgang mit Engpässen hinsichtlich des Datenmaterials ...	155
5.1.2.1.	Störereignisse in der Beobachtungsperiode .....	155
5.1.2.2.	Fehlende Handelstage und unregelmäßiger Handel .....	160
5.2.	Ergebnisse der empirischen Untersuchung .....	163
5.2.1.	Einführung .....	163
5.2.2.	Überprüfung der Einhaltung der Regressionsannahmen im Rahmen des Marktmodells.....	165
5.2.3.	Abnormale Renditen im Zusammenhang mit Zinsoperationen und Offenmarktgeschäften .....	168
5.2.3.1.	Aktien.....	168
5.2.3.2.	Unternehmensanleihen .....	174
5.2.3.3.	Staatsanleihen .....	182
5.2.3.4.	Euro-Währungskurse .....	189
5.2.4.	Untersuchung von unternehmensspezifischen Einflussfaktoren auf die abnormalen Aktien- sowie Unternehmensanleiherrenditen .....	196
5.2.4.1.	Allgemeine Anmerkungen .....	196
5.2.4.2.	Empirische Ergebnisse.....	198
5.2.5.	Untersuchung des Einflusses der Zugehörigkeit zum Banksektor auf die abnormalen Aktien- sowie Unternehmensanleiherrenditen .....	206
5.2.5.1.	Allgemeine Anmerkungen .....	206
5.2.5.2.	Empirische Ergebnisse.....	207
5.2.6.	Untersuchung des Einflusses von Strukturparametern des Finanzsystems sowie der Finanzstruktur auf die abnormalen Renditen von Länderaktien- und Länderunternehmensanleiheportfolios .....	210
5.2.6.1.	Allgemeine Anmerkungen .....	210

---

5.2.6.2. Empirische Ergebnisse.....	211
5.2.7. Zusammenfassung und Diskussion.....	216
6. Endbetrachtung und Ausblick.....	223
Literaturverzeichnis .....	227
Anhang .....	260

**Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Der Zinskanal..... 8

Abbildung 2: Volumina Offenmarktgeschäfte und ständige  
Fazilitäten ..... 10

Abbildung 3: Schematisierung der geldpolitischen Maßnahmen  
der EZB..... 12

Abbildung 4: Bestandteile der Mindestreservebasis ..... 16

Abbildung 5: Schematisierung der untersuchten Vermögenswerte..... 18

Abbildung 6: Bankendeckung des Kapitalbedarfs in ausgewählten  
europäischen Ländern ..... 36

Abbildung 7: Kapitalmarktbedeutung in ausgewählten europäischen  
Ländern ..... 37

Abbildung 8: Bankenkonzentration in ausgewählten europäischen  
Ländern ..... 39

Abbildung 9: Anpassung von Bankkreditzinsen in ausgewählten  
europäischen Ländern ..... 40

Abbildung 10: Nettofinanzvermögensposition der privaten Haushalte  
in ausgewählten europäischen Ländern..... 41

Abbildung 11: Verschuldungsgrad von Unternehmen in ausgewählten  
europäischen Ländern ..... 43

Abbildung 12: Anteil kurzfristiger Kreditverträge in ausgewählten  
europäischen Ländern ..... 44

Abbildung 13: Anteil zinsanpassbarer Kreditverträge in ausgewählten  
europäischen Ländern ..... 45

Abbildung 14: Zusammenfassung Finanzsystem und Finanzstruktur in  
ausgewählten europäischen Ländern ..... 46

Abbildung 15: Preisanpassung nach negativer bzw. positiver Infor-  
mation..... 48

Abbildung 16: Unterreaktion nach positiver Information ..... 55



Abbildung 17: Überreaktion nach negativer Information.....	56
Abbildung 18: Darstellung Zuteilungsvolumina der Hauptrefinanzierungsgeschäfte im Zeitablauf .....	85
Abbildung 19: Zusammenhang zwischen aktueller und vorausge- gangener Zuteilungsvolumendifferenz bei Hauptrefinanzierungsgeschäften.....	86
Abbildung 20: Darstellung Zuteilungsvolumina der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte im Zeitablauf .....	87
Abbildung 21: Darstellung Zuteilungsvolumina der sonstigen Refinanzierungsgeschäfte im Zeitablauf .....	88
Abbildung 22: Darstellung Beobachtungszeitraum (mit einer Schätzperiode).....	89
Abbildung 23: Darstellung Beobachtungszeitraum (mit zwei Schätzperioden) .....	90
Abbildung 24: Darstellung der Wertpapierlinie .....	97
Abbildung 25: Durbin-Watson-Statistik.....	145
Abbildung 26: Anzahl und Verteilung der untersuchten Vermögens- werte .....	148
Abbildung 27: Eigenschaften Unternehmensanleihedatenbasis .....	149
Abbildung 28: Eigenschaften Staatsanleihedatenbasis .....	150
Abbildung 29: Darstellung der untersuchten Euro-Währungskurse .....	150
Abbildung 30: Der MSCI-World-Index .....	151
Abbildung 31: Die iBoxx-Indizes.....	152
Abbildung 32: Der JPMorgan- Government-Bond-Index (GBI).....	153
Abbildung 33: Kursvolatilität von MSCI-World, iBoxx und GBI.....	154
Abbildung 34: Verteilung Anzahl Störereignisse in der Schätzperiode....	157
Abbildung 35: Abnormale Aktienrenditen bei Zinsänderungen.....	168

Abbildung 36: Abnormale Aktienrenditen bei expansiven bzw. kontraktiven längerfristigen Refinanzierungsgeschäften .....	170
Abbildung 37: Abnormale Aktienrenditen bei expansiven bzw. kontraktiven Hauptrefinanzierungsgeschäften.....	172
Abbildung 38: Abnormale Aktienrenditen bei Feinsteuerooperationen/ sonstigen Refinanzierungsgeschäften .....	173
Abbildung 39: Abnormale Renditen von Unternehmensanleihen bei Zinsänderungen.....	174
Abbildung 40: Abnormale Renditen von Unternehmensanleihen bei expansiven bzw. kontraktiven längerfristigen Refinanzierungsgeschäften .....	177
Abbildung 41: Abnormale Renditen von Unternehmensanleihen bei expansiven bzw. kontraktiven Hauptrefinanzierungsgeschäften.....	178
Abbildung 42: Abnormale Renditen von Unternehmensanleihen bei Feinsteuerooperationen bzw. sonstigen Refinanzierungsgeschäften .....	180
Abbildung 43: Abnormale Renditen von Staatsanleihen bei Zinsänderungen.....	182
Abbildung 44: Abnormale Renditen von Staatsanleihen bei expansiven bzw. kontraktiven längerfristigen Refinanzierungsgeschäften .....	185
Abbildung 45: Abnormale Renditen von Staatsanleihen bei expansiven bzw. kontraktiven Hauptrefinanzierungsgeschäften .....	186
Abbildung 46: Abnormale Renditen von Staatsanleihen bei Feinsteuerooperationen bzw. sonstigen Refinanzierungsgeschäften .....	188
Abbildung 47: Abnormale Renditen von Euro-Währungskursen bei Zinsänderungen.....	190

Abbildung 48: Abnormale Renditen von Euro-Währungskursen bei expansiven bzw. kontraktiven längerfristigen Refinanzierungsgeschäften .....	191
Abbildung 49: Abnormale Renditen von Euro-Währungskursen bei Hauptrefinanzierungsgeschäften.....	193
Abbildung 50: Abnormale Renditen von Euro-Währungskursen bei Feinsteuerungsoperationen bzw. sonstigen Refinanzierungsgeschäften .....	195
Abbildung 51: Signifikante Effekte bzgl. des Einflusses von unternehmensspezifischen Faktoren auf kumulierte abnormale Aktien- und Unternehmensanleiherenditen ...	206
Abbildung 52: Signifikante Effekte bzgl. des Einflusses der Zugehörigkeit zum Bankensektor auf kumulierte abnormale Aktien- und Unternehmensanleiherenditen .....	210
Abbildung 53: Signifikante Effekte bzgl. des Einflusses von Strukturparametern des Finanzsystems bzw. der Finanzstruktur auf kumulierte abnormale Renditen von Länderaktien- und Länderunternehmensanleiheportfolios .....	216

**Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: Übersicht Ereignisse ..... 89

Tabelle 2: Anzahl Beobachtungen in Schätz- bzw. Ereignisperiode ..... 162

Tabelle 3: Ergebnisse der Kontrollparameter zur Überprüfung der Regressionsannahmen..... 165

Tabelle 4: Einfluss von unternehmensspezifischen Parametern auf kumulierte abnormale Renditen von Aktien (expansive Operationen/ Geschäfte) ..... 198

Tabelle 5: Einfluss von unternehmensspezifischen Parametern auf kumulierte abnormale Renditen von Aktien (kontraktive Operationen/ Geschäfte) ..... 199

Tabelle 6: Einfluss von unternehmensspezifischen Parametern auf kumulierte abnormale Renditen von Unternehmensanleihen (expansive Operationen/ Geschäfte)..... 199

Tabelle 7: Einfluss von unternehmensspezifischen Parametern auf kumulierte abnormale Renditen von Unternehmensanleihen (kontraktive Operationen/ Geschäfte) ..... 200

Tabelle 8: Einfluss der Zugehörigkeit zum Bankensektor auf kumulierte abnormale Renditen von Aktien (expansive Operationen/ Geschäfte) ..... 208

Tabelle 9: Einfluss der Zugehörigkeit zum Bankensektor auf kumulierte abnormale Renditen von Aktien (kontraktive Operationen/ Geschäfte) ..... 208

Tabelle 10: Einfluss der Zugehörigkeit zum Bankensektor auf kumulierte abnormale Renditen von Unternehmensanleihen (expansive Operationen/ Geschäfte)..... 208

Tabelle 11: Einfluss der Zugehörigkeit zum Bankensektor auf kumulierte abnormale Renditen von Unternehmensanleihen (kontraktive Operationen/ Geschäfte) ..... 209

Tabelle 12: Einfluss der Strukturparameter des Finanzsystems sowie der Finanzstruktur auf kumulierte abnormale

	Renditen von Länderaktienportfolios (expansive Operationen/ Geschäfte) .....	212
Tabelle 13:	Einfluss der Strukturparameter des Finanzsystems sowie der Finanzstruktur auf kumulierte abnormale Renditen von Länderaktienportfolios (kontraktive Operationen/ Geschäfte) .....	212
Tabelle 14:	Einfluss der Strukturparameter des Finanzsystems sowie der Finanzstruktur auf kumulierte abnormale Renditen von Länderunternehmensanleiheportfolios (expansive Operationen/ Geschäfte) .....	213
Tabelle 15:	Einfluss der Strukturparameter des Finanzsystems sowie der Finanzstruktur auf kumulierte abnormale Renditen von Länderunternehmensanleiheportfolios (kontraktive Operationen/ Geschäfte) .....	213

## 1. Einleitung

### 1.1. Problemstellung und Zielsetzung

*„Der geldpolitische Transmissionsmechanismus besteht aus verschiedenen Kanälen, über die geldpolitische Maßnahmen auf die Wirtschaft und insbesondere das Preisniveau wirken. Ein gutes Verständnis dieser Übertragungswege ist eine wichtige Voraussetzung für die Umsetzung einer soliden Geldpolitik, da auf diese Weise das Ausmaß und der Zeitpunkt geldpolitischer Beschlüsse so gewählt werden können, dass die Preisstabilität gewahrt wird.“*

*Europäische Zentralbank (2000b), S. 45.*

Wie das oben angeführte Zitat der europäischen Zentralbank (EZB) zeigt, ist das Verständnis des geldpolitischen Transmissionsmechanismus Voraussetzung für die Umsetzung einer soliden Geldpolitik und daher von großem Interesse für geldpolitische Entscheidungsträger. Unter geldpolitischen Maßnahmen sind grundsätzlich Zinsentscheidungen bzw. Zinsänderungen, Offenmarktgeschäfte sowie ständige Fazilitäten zu verstehen.<sup>1</sup> Eine zentrale Rolle beim Verständnis von Geldpolitik kommt deren Wirkung auf Finanzmärkte bzw. Vermögenswerte zu.<sup>2</sup> Der Zusammenhang zwischen Notenbankpolitik und dem Wert von Finanzaktiva ist zum einen von makroökonomischem Interesse und zum anderen auch für Investoren von Relevanz, die den Wert ihrer Anlagen verfolgen.<sup>3</sup>

Während die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen von anderen Zentralbanken, wie z. B. der US-Notenbank (Fed), auf unterschiedliche Vermögenswerte weitreichend erforscht sind, wurde dieses Forschungsfeld für den europäischen Raum bisher kaum empirisch untersucht.<sup>4</sup>

Insbesondere die Auswirkungen der Offenmarktgeschäfte der EZB auf die oben genannten Märkte wurden bisher nicht analysiert. Auch blieben bei den untersuchten Vermögenswerten Unternehmensanleihen bisher unge-

<sup>1</sup> Siehe EZB (2000), S. 7. In Kapitel 2.1.2 (S. 7 ff.) werden die einzelnen geldpolitischen Maßnahmen noch genauer vorgestellt werden.

<sup>2</sup> Vgl. Rigobon/Sack (2004), S. 1554.

<sup>3</sup> Vgl. Tarhan (1995), S. 1200.

<sup>4</sup> Siehe z. B. für den U.S.-amerikanischen Aktienmarkt die Studien von Bernanke/Kuttner (2005), Booth/Booth (1997), Darrat (1988), Durham (2003), Durham (2005), Gürkaynak et al. (2005), Rozeff (1974) sowie für den U.S.-amerikanischen Markt für festverzinsliche Wertpapiere die Studien von Craine/Vance (2003), Cook/Hahn (1989), Kohn/Sack (2003), Kuttner (2001) sowie Thornton (1998). Für die Forschung zur europäischen Geldpolitik sei beispielsweise auf die Arbeiten zu festverzinslichen Wertpapieren von Perez-Quiros/Sicilia (2002), Vähämäa (2005) und Brand et al. (2006) sowie die Studien zu Aktien von Angeloni/Ehrmann (2003), Napolitano (2006), Andersson (2007) und Bohl et al. (2008) verwiesen.

würdigt. Dagegen wurden lediglich Staatsanleihen in die Untersuchung miteinbezogen. Arbeiten wie *Brand et al. (2006)* oder *Bohl et al. (2008)* fokussieren auf die Wirkung von Zinsentscheidungen bzw. Zinsänderungen auf Staatsanleihen bzw. Aktien. Ferner verzichtete die bisherige Forschung darauf, ermittelte Preiseffekte bzw. absolute Renditen um Markttendenzen bzw. Trends zu bereinigen, um die wahren geldpolitischen Auswirkungen an den Märkten ablesen zu können. Bei den bisherigen Untersuchungen können somit Verzerrungen der Ergebnisse bzw. Falschinterpretationen nicht ausgeschlossen werden. Zufällig auftretende und durch allgemeine Markttendenzen erklärbare Überrenditen sind in den Resultaten vergangener Forschungsarbeiten nicht auszuschließen. Außerdem wurden in den bisherigen Studien zwar vereinzelt sektorale Analysen durchgeführt, aber Wirkungsunterschiede zwischen den Titeln von Banken und Aktien bzw. Anleihen von Nicht-Banken nicht herausgearbeitet. Ferner wurde der Einfluss zentraler unternehmensspezifischer Eigenschaften wie Verschuldungsgrad, Kapitalmarktbewertung, Dividendenpolitik sowie Profitabilität nicht im Detail diskutiert. Auch auf die Untersuchung des Einflusses von gesamtwirtschaftlichen Parametern des Finanzsystems bzw. der Finanzstruktur auf Aktien- bzw. Anleiheüberrenditen verzichtete die bisherige Forschung.<sup>5</sup>

Diese Arbeit erforscht nun mit einer breit angelegten und internationalen Studie die Wirkungen der Geldpolitik der EZB auf Vermögenswerte und versucht das beschriebene Forschungsdefizit auszugleichen. Dabei werden neben Zinsoperationen auch gerade Offenmarktgeschäfte in die Untersuchung miteinbezogen. Ferner werden grundsätzliche Markttendenzen sowie Trends bei Aktien und Anleihen durch die Verwendung des auf *Sharpe* und *Markowitz* zurückgehenden Marktmodells<sup>6</sup> sowie bei Währungen durch die Methodik der mittelwertbereinigten Rendite berücksichtigt.<sup>7</sup> Möglichen Verzerrungen bzw. Fehlinterpretationen der Überrenditen wird somit vorgebeugt.

Neben der Klärung der grundsätzlichen Frage, ob die einzelnen geldpolitischen Maßnahmen die Märkte signifikant beeinflussen und zu Überrenditen führen, werden deren Wirkungsrichtung sowie Unterschiede zwischen den einzelnen Maßnahmen ermittelt. Auch werden Besonderheiten

---

<sup>5</sup> Für eine umfassende Vorstellung der bestehenden Literatur siehe die Kapitel 3.1, 3.2 sowie 3.3 (S. 66 ff.) und für eine detaillierte Einordnung dieser Arbeit in den Literaturzusammenhang, sowie die Ableitung der Forschungslücke das Kapitel 3.4 (S. 79 ff.).

<sup>6</sup> Vgl. *Sharpe (1963)*, S. 277–293 sowie *Markowitz (1959)*, S. 100.

<sup>7</sup> Für eine ausführliche Darstellung und Diskussion von Preisbildungsmodellen siehe Kapitel 4.3.2 (S. 95 ff.).

der Wirkung auf unterschiedliche Vermögenswerte sowie Industriesektoren betrachtet. Zudem werden unternehmensspezifische Charakteristika und deren Einfluss auf die Richtung und Intensität der Effekte analysiert. Abschließend wird auf verschiedene europäische Einzelmärkte bzw. Länder vor dem Hintergrund der jeweiligen Ausprägung des Finanzsystems bzw. der Finanzstruktur der Länder eingegangen und Wirkungsunterschiede herausgearbeitet.

Die Reaktion von Aktien, Staats- und Unternehmensanleihen sowie Währungskursen auf geldpolitische Maßnahmen der EZB wird in dieser Arbeit für die wichtigsten europäischen Märkte im Zeitraum vom 1.1.1999 bis zum 31.12.2007 analysiert. Als Märkte wurden - aufgrund ihrer Bedeutung - die Aktien- und Anleihemärkte in Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und den Niederlanden gewählt.<sup>8</sup> Zudem wird der Euro-Währungskurs in Relation zu US-Dollar und britischem Pfund untersucht.

## **1.2. Aufbau der Arbeit**

Inhaltlich unterteilt sich die vorliegende Arbeit in insgesamt sechs Kapitel, denen ein Anhang beigelegt ist.

Nach der Einleitung werden im zweiten Kapitel die theoretischen Grundlagen für die Untersuchung gelegt. Hier werden zunächst die Funktionsweise und Zielsetzung der europäischen Geldpolitik vorgestellt, sowie die einzelnen geldpolitischen Maßnahmen charakterisiert und voneinander abgegrenzt. Danach schließt sich eine Diskussion der Transmission der geldpolitischen Maßnahmen an, wobei der sogenannte Zinskanal, Wechselkurskanal sowie Kreditkanal im Detail vorgestellt werden und auf die Reichweite der Transmissionsmechanismen eingegangen wird. Außerdem werden im zweiten Kapitel die Unterschiede von Finanzsystem und Finanzstruktur in den untersuchten europäischen Ländern diskutiert und Rückschlüsse auf die Wirkungsweise geldpolitischer Maßnahmen gezogen. Anschließend folgt eine Diskussion der Informationseffizienz sowie theoretischer Preisanpassungsprozesse auf Aktien-, Anleihe- und Währungsmärkten. Zum Abschluss der Diskussion der theoretischen Grundlagen werden die zentralen Hypothesen für die empirische Untersuchung in dieser Arbeit abgeleitet.

---

<sup>8</sup> Siehe für eine Einschätzung der Bedeutung europäischer Finanzmärkte Bohl et al. (2008), S. 122, der ebenfalls den deutschen, französischen, spanischen und italienischen Aktienmarkt als die vier bedeutendsten europäischen Aktienmärkte einstuft.



Das dritte Kapitel enthält einen Literaturüberblick. Dort werden die Forschungsergebnisse zentraler Studien zu den Auswirkungen der Geldpolitik auf Aktien-, Anleihe- und Währungsmärkte zusammengefasst und der aktuelle Forschungsstand präsentiert. Es folgt eine Zusammenfassung und kritische Würdigung der Forschungsergebnisse. Auch werden der Forschungsgegenstand sowie die Hypothesen dieser Arbeit zu den bisherigen Untersuchungen abgegrenzt und die Forschungslücke ausführlich dargestellt.

Im vierten Kapitel werden die methodischen und statistischen Grundlagen für die empirische Untersuchung gelegt. Das Kapitel stellt dabei die Vorgehensweise im Rahmen einer Ereignisstudie vor. Dabei wird explizit auf die Definition der Ereignisse und der Ereigniszeitpunkte eingegangen. Ferner wird die Beobachtungsperiode festgelegt und die Verfahren zur Ermittlung der tatsächlichen, der erwarteten und der abnormalen Renditen von Aktien, Anleihen und Währungen vorgestellt. In den folgenden beiden Abschnitten werden die Querschnitts- und Zeitaggregation der Überrenditen sowie Signifikanztests erörtert. Den Abschluss des vierten Kapitels bilden Ausführungen zu den kritischen Annahmen im Rahmen der in dieser Arbeit verwendeten Modelle und den damit verbundenen Testverfahren.

Im fünften Kapitel wird die empirische Untersuchung präsentiert. Dieser Teil der Arbeit beginnt mit einer deskriptiven Datenanalyse und Hinweisen zur Datenaufbereitung im Rahmen der Untersuchung. Es werden die in der Analyse betrachteten Vermögenswerte genauer vorgestellt und charakterisiert. Ferner wird auf Engpässe des Datenmaterials und damit verbundene Lösungsansätze eingegangen. Im darauf folgenden Abschnitt werden die Ergebnisse der empirischen Untersuchung dargestellt. Zunächst finden sich die Ergebnisse zur Einhaltung der Regressionsannahmen im Rahmen des Marktmodells. Danach werden die Ergebnisse zu den abnormalen Renditen von Aktien, Unternehmens- und Staatsanleihen sowie Euro-Währungskursen im Zusammenhang mit Zinsoperationen und Offenmarktgeschäften vorgestellt. Weiterhin werden die Untersuchungsergebnisse der Wirkung von unternehmensspezifischen Eigenschaften auf die abnormalen Aktien- und Unternehmensanleiherenditen diskutiert. Im darauf folgenden Abschnitt wird der Einfluss der Zugehörigkeit zum Bankensektor auf die abnormalen Aktien- und Anleiherenditen geprüft. Im vorletzten Abschnitt des fünften Kapitels werden die abnormalen Aktien- und Unternehmensanleiherenditen zu Länderportfolios aggregiert und der Einfluss von Parametern des Finanzsystems bzw. der Finanzstruktur der

einzelnen Länder geklärt. Im letzten Teilabschnitt findet sich eine Zusammenfassung der empirischen Ergebnisse dieser Arbeit, in dem auch zu den zentralen Hypothesen dieser Arbeit Stellung genommen wird.

Im sechsten Kapitel findet eine Endbetrachtung statt, in der die wichtigsten Inhalte dieser Arbeit zusammengefasst werden sowie ein Ausblick auf zukünftig mögliche Forschungsfelder gegeben wird.

Dem Literaturverzeichnis schließt sich ein ausführlicher Anhang an. Dieser enthält neben einer Auflistung der kritischen Werte von Teststatistiken und einer detaillierten Datenliste auch Detailergebnisse sowie Ergebnisse weiterführender Analysen.

## **2. Theoretische Grundlagen**

### **2.1. Die Geldpolitik der europäischen Zentralbank**

#### **2.1.1. Funktionsweise und Zielsetzung**

Als Primärziel verfolgt die EZB gemäß Artikel 105 des EG-Vertrages die Gewährleistung der Preisstabilität.<sup>9</sup> Dabei soll laut EZB-Rat die Inflationsrate unter, jedoch nahe bei, 2% gehalten werden.<sup>10</sup> Sowohl eine andauernde starke Inflation sowie ein Deflation sollen somit verhindert werden, da Preisstabilität auf vielfältige Art und Weise zu einer Stärkung der Wirtschaftsaktivität sowie zu volkswirtschaftlichen Vorteilen führt.

Einige Vorteile werden im Folgenden kurz aufgeführt. Zunächst kommt es aufgrund von Preisstabilität zu einer erhöhten Transparenz bzgl. relativer Preise, wodurch die Wirtschaftssubjekte fundiertere Konsum- und Investitionsentscheidungen treffen können und sich eine effizientere Ressourcenallokation ergibt. Weiterhin können Gläubiger von in Zukunft stabilen Preisen ausgehen und werden daher keine Prämien für die Vergütung von Risiken hinsichtlich der langfristigen Haltung von nominalen Vermögenswerten verlangen. Es ergeben sich folglich geringere Inflationsprämien bei Zinsen, die zu einer erhöhten Allokationseffizienz der Kapitalmärkte führen und Investitionsanreize schaffen. Zudem macht das Vorliegen von Preisstabilität Absicherungen der Wirtschaftssubjekte obsolet, so dass Ressourcen zur Preisniveauabsicherung eingespart und der produktiven Verwendung zugeführt werden können. Auch kommt es zu geringeren Verzerrungen in den Steuer- und Sozialsystemen sowie zu einem größeren

---

<sup>9</sup> Siehe Europäische Zentralbank (2000a), S. 4.

<sup>10</sup> Vgl. Scheller (2006), S. 80.

# Hochschulschriften zur Betriebswirtschaftslehre

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dieter Beschorner, Universität Ulm und  
Prof. Dr. Wolfgang Dorow, Europa-Universität Viadrina

- Band 152: Christopher Stehr: **Globalisierung und Destabilisierungstendenzen innerhalb des Internationalen Systems** · Eine Indikatorenanalyse für ausgewählte Nationalstaaten  
2009 · 409 Seiten · ISBN 978-3-8316-0879-9
- Band 151: Michael Jünger: **Internes Unternehmenswachstum** · Analyse von Wachstumstreibern und empirische Evaluation in mittelständischen Unternehmen  
2008 · 312 Seiten · ISBN 978-3-8316-0762-4
- Band 150: Marion Bretag: **Arbeitszeitflexibilisierung im Interessenkonflikt zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern: eine unternehmungspolitische Analyse**  
2007 · 269 Seiten · ISBN 978-3-8316-0716-7
- Band 149: Tristan Nguyen: **Bilanzielle Abbildung von Finanzderivaten und Sicherungsgeschäften** · Hedge Accounting nach HGB und IAS/IFRS  
2007 · 298 Seiten · ISBN 978-3-8316-0706-8
- Band 148: Caroline Schmalen: **Erfolgsfaktoren der Markteinführung von Produktinnovationen klein- und mittelständischer Unternehmen der Ernährungsindustrie**  
2005 · 297 Seiten · ISBN 978-3-8316-0472-2
- Band 147: Volker Steinhübel: **Strategisches Controlling** · Prozess und System · 3., unveränderte Auflage  
2004 · 312 Seiten · ISBN 978-3-8316-0435-7
- Band 145: Gerhard Gaigl: **Der Großverbrauchermarkt für Milcherzeugnisse in Deutschland** · Analyse des Nachfrageverhaltens von Großverbrauchern und Entwicklung von generalisierten Marketingstrategien  
2003 · 248 Seiten · ISBN 978-3-8316-8476-2
- Band 144: Bernhard Kopp: **Strategisches Marketing der Zeitungsverlage in Deutschland, Österreich und der Schweiz** · Wege und Methoden zur strategischen Neuorientierung · 2., durchgesehene Auflage  
2006 · 410 Seiten · ISBN 978-3-8316-0629-0
- Band 143: Stefan Kuball: **Entwicklung eines integrativen Kennzahlensystems zur strategiegestützten Beurteilung der Schlüsselleistungen einer Organisation**  
2002 · 142 Seiten · ISBN 978-3-8316-8457-1
- Band 142: Bernhard Stockmeyer: **Ansatzpunkte und Methoden zur Effizienzsteigerung im Innovationsmanagement der Ernährungsindustrie**  
2002 · 243 Seiten · ISBN 978-3-8316-8442-7
- Band 140: Hans Gernot Braun: **Unternehmenszusammenschlüsse milchverarbeitender Unternehmen**  
2001 · 297 Seiten · ISBN 978-3-8316-8412-0
- Band 139: Jury Witschnig: **Entwicklung eines Führungsinformationssystems für milchverarbeitende Unternehmen**  
2000 · 290 Seiten · ISBN 978-3-8316-8398-7

- Band 138: Jürgen Stroh: **Internationale Maßnahmen zur nachhaltigen Entwicklung** · Auswirkungen und Akzeptanz eines ökonomisch, ökologisch und sozial ausgewogenen, weltweiten Ordnungsrahmens  
2000 · 426 Seiten · ISBN 978-3-8316-8380-2
- Band 137: Tillmann Rüsich: **Entfaltung des Leistungspotentials von virtuellen Unternehmen: Einsatzbedingungen und Strategien zur Prävention von Schnittstellenproblemen**  
2000 · 320 Seiten · ISBN 978-3-8316-8374-1
- Band 136: Stephan Schöning: **Entwicklung und Perspektiven der Distributionssysteme im Privatkundengeschäft der deutschen Kreditinstitute** · Eine Analyse der Veränderungsnotwendigkeiten und der Gestaltungsmöglichkeiten von Vertriebswegen und Vertriebsorganisationen  
1998 · 470 Seiten · ISBN 978-3-8316-8338-3
- Band 133: Markus Böning: **Einsatzmöglichkeiten eines lebenszyklusorientierten Controlling von Produktionsanlagen**  
1997 · 260 Seiten · ISBN 978-3-8316-8291-1
- Band 129: Andreas Schmid: **Probleme der Bilanzierung und Bewertung bei Gegengeschäften**  
1997 · 175 Seiten · ISBN 978-3-8316-8252-2
- Band 128: Jana Eberlein: **Der Einfluß der Unternehmensstrategie auf ausgewählte Entscheidungen im Instandhaltungsbereich unter besonderer Berücksichtigung des Controlling**  
1996 · 356 Seiten · ISBN 978-3-8316-8228-7
- Band 125: Andreas Bodemer: **Personalbedarfsermittlungsverfahren** · Analyse der relativen und absoluten Vorteilhaftigkeit der Zeitreihenverfahren für die Ermittlung des zukünftigen quantitativen Soll-Personalbestands  
1995 · 280 Seiten · ISBN 978-3-8316-8162-4
- Band 122: Martin Vogelsang: **Die Macht der Banken** · Ein gesellschaftspolitisches Problem in der Analyse moderner ökonomischer Theorieansätze  
1995 · 262 Seiten · ISBN 978-3-8316-8115-0
- Band 117: Leonhard Wank: **Zur Implementation betriebswirtschaftlicher Technologien in kleinen und mittleren Unternehmen** · – Barrieren, Hemmnisse, Strategien –  
1994 · 352 Seiten · ISBN 978-3-8316-8065-8
- Band 116: Ralf Jasny: **Marktsimulation mit Hilfe von Präferenzdaten zur kundenorientierten Planung von Vermögenanlageprodukten**  
1994 · 270 Seiten · ISBN 978-3-8316-8064-1
- Band 115: Monika Düngeheim: **Public Relations (Öffentlichkeitsarbeit) in der Ernährungswirtschaft**  
1994 · 322 Seiten · ISBN 978-3-8316-8055-9

Erhältlich im Buchhandel oder direkt beim Verlag:  
Herbert Utz Verlag GmbH, München  
089 / 277791-00 · info@utzverlag.de

Gesamtverzeichnis mit mehr als 3000 lieferbaren Titeln: [www.utzverlag.de](http://www.utzverlag.de)