

Abkürzungsverzeichnis	4
Tabellenverzeichnis	5
Abbildungsverzeichnis	7
<u>1. Einleitung</u>	11
<u>2. Theoretische Überlegungen zur Preisbildung am Aktienmarkt</u>	15
2.1. Allgemeine Überlegungen zu Angebot und Nachfrage	15
2.2. Der Zusammenhang zwischen Aktienmarkt und Gesamtwirtschaft	20
2.2.1. Makroökonomische Determinanten	35
2.2.2. Der Aktienmarkt als System	42
2.2.3. Die Bedeutung makroökonomischer Konstellationen	50
2.3. Psychologische Determinanten des Aktienkursniveaus	58
2.3.1. Kurzer geschichtlicher Überblick über offensichtliche psychologische Übertreibungen	59
2.3.1.1. Die Tulpenspekulation in Holland	59
2.3.1.2. Der Aktiencrash 1929	61
2.3.1.3. Das Wachstumsaktienkonzept	63
2.3.1.4. Gemeinsamkeiten der Übertreibungen	65
2.3.2. Psychologie der Masse	67
2.3.3. Groupthink	68
2.3.4. Gruppenkonformität	71
2.3.5. Das Risikoschubphänomen	74
2.3.6. Dissonanz bei Entscheidungen	75
2.3.7. Entscheidungen der Marktteilnehmer als kognitive Prozesse	77
2.4. Hypothesenformulierung	80
<u>3. Ein ökonometrisches ex-post-Modell des Aktienkursniveaus</u>	84
3.1. Operationalisierung der Variablen	84
3.1.1. Das NBER-Indikatorsystem als Operationalisierung einer makroökonomischen Konstellation	84
3.1.2. Short Interest als Operationalisierung der Psychologischen Marktstimmung	89

3.2.Erklärung des Modells	91
3.3.Ergebnisse	97
3.3.1. Schätzgenauigkeit	98
3.3.2. Stabilität der Koeffizienten	101
3.4.Interpretation der Ergebnisse	108
<u>4. Diskussion der Efficient-Market-Hyothese (EMH)</u>	113
4.1.Vom "Random-Walk" zur EMH	113
4.1.1.Luis Bachelier (1900)	114
4.1.2.Kendall (1953)	115
4.1.3.Roberts (1959)	116
4.1.4.Osborne (1959)	118
4.1.5.Granger-Morgenstern (1970)	119
4.1.6.Alexander (1961)	120
4.1.7.Zusammenfassung und Bewertung der RWH	122
4.2.Die Efficient-Market-Hypothese	126
4.3.Einschränkungen der EMH	128
4.3.1.Die Pratt de Vere Untersuchung	129
4.3.2.Die Lorie-Neiderhoffer Untersuchung	132
4.3.3.Die Finnerty Untersuchung	133
4.3.4.Die Untersuchung von Nunn et al.	134
4.3.5.Bewertung	135
4.4.EMH und berechenbares Timing - Ein Widerspruch ?	137
4.5.Nutzung von Informationen außerhalb des Gültigkeitsbereichs der EMH für die Aktienanlage	140
4.5.1.Mißdeutung von Information	140
4.5.2.Ignoranz von Information	140
4.5.3.Mangelndes Verständnis	141
<u>5. Entwicklung eines Timing-Modells</u>	143
5.1.Implikationen des Systemgedankens für die Prognose des Aktienkursniveaus	143
5.2.Auswahl von Indikatoren	147
5.3.Indikatoren des Aktienkursniveaus	149
5.3.1.Fundamentale Indikatoren	149
5.3.1.1.Der Efficient Market Indikator	149
5.3.1.2.Der Corporate Indikator	155
5.3.1.3.Der Rendite Indikator	164
5.3.1.4.Der Insider Indikator	170

5.3.2. Monetäre Indikatoren	172
5.3.2.1. Der Zinsspread Indikator	172
5.3.2.2. Der Liquiditätsindikator	176
5.3.2.3. Der Zinstrendindikator	186
5.3.3. Psychologische Indikatoren	193
5.3.3.1. Der Smart Money Indikator	193
5.3.3.2. Der Optionsprämienindikator	197
5.3.3.3. Der Advisory Sentiment Indikator	201
5.3.3.4. Der Spekulationsindikator	205
5.4. Verknüpfung der Indikatoren zu einem Timing Modell	211
5.4.1. Die Ratingskala als skalierungsähnliches Verfahren	214
5.4.2. Das Timingprofil als Modellskala	216
5.4.3. Die Modellkonstruktion	220
5.4.3.1. Indikatorbewertung	220
5.4.3.2. Indikatorverknüpfung	222
5.4.3.3. Auswertung zur Entscheidungsfindung	222
5.4.4. Exemplarische Darstellung der Anwendung des Timingmodells	223
5.4.4.1. Beispiel 1. July 1988	223
5.4.4.1.1. Indikatorausprägungen	223
5.4.4.1.2. Timingprofil	226
5.4.4.1.3. Auswertung	226
5.4.4.2. Beispiel 1. August 1988	227
5.4.4.2.1. Indikatorausprägungen	227
5.4.4.2.2. Timingprofil	229
5.4.4.2.3. Auswertung	230
5.4.4.3. Beispiel 15. November 1988	231
5.4.4.3.1. Indikatorausprägungen	231
5.4.4.3.2. Timingprofil	233
5.4.4.3.3. Auswertung	234
5.4.4.4. Das Timingmodell im Halbjahres- verlauf.	234
<u>6. Zusammenfassung und Schlußfolgerungen</u>	235
Literaturverzeichnis	238

TabellenverzeichnisSeite

Tab.1: Identifizierte Konjunkturzyklen (1948-73) und zugehörige Aktienkursveränderungen	24
Tab.2: Das zeitliche Verhalten von Unternehmensgewinnen, Renten- und Aktienkursen im Konjunkturzyclus	26
Tab.3: Wertentwicklung der Börsenfavoriten der 20-iger Jahre	62
Tab.4: Wertentwicklung der Wachstumsaktien der 60-iger Jahre	64
Tab.5: Marktfavoriten der verschiedenen Spekulationswellen	66
Tab.6: Die zeitliche Beziehung zwischen Konjunktur und den NBER-Indikatorgruppen (1948-1981)	88
Tab.7: Koeffizientenschätzungen der Subperioden	102
Tab.8: Alexanders Filtertestergebnisse (1961)	121
Tab.9: Resultate der Pratt-De Vere Handelstechnik	130
Tab.10: Resultate der Finnerty Untersuchung	133
Tab.11: Resultate der Untersuchung von Nunn et al.	134
Tab.12: Durchschnittl. Portfolioveränderung nach einem Kaufsignal des EMI	151

Tab.14: Dividendenrendite und Aktienkurse (1941-75)	18
Tab.15: Durchschnittl. Veränderung des S&P 500 bei unterschiedlicher Bankenliquidität	18
Tab.16: Aktienmarkt Wendepunkte und dazugehörige Extremwerte der "Put/Call-Ratio"	20
Tab.17: Signale des ASI und Aktienkursentwicklung	20
Tab.18: Stock Margin Dept und Wahrscheinlichkeit einer bestimmten Aktienkursentwicklung für den Zeitraum 1942-75	20
Tab.19: Credit Balances und Wahrscheinlichkeit einer bestimmten Aktienkursentwicklung	21
Tab.20: Margin Dept, Credit Balances und Wahrscheinl. einer bestimmten Aktienkursentwicklung	21

Abb.1: Aktienkursniveau und Industrieproduktion	27
Abb.2: Kursniveau und pro-Aktiengewinne in der BRD von 1952-1965	29
Abb.3: Aktienkursniveau (S&P 500) und Unternehmensgewinne in den USA	30
Abb.4: Die zeitliche Verbundenheit der Bruttogewinne pro Aktie mit dem Kursniveau.	35
Abb.5: Graphische Darstellung der Beziehung zwischen Unternehmensgewinnen, Aktien und Rentenkurse.	36
Abb.6: Theoretisches Aktienkursniveau als abgezinste Unternehmensgewinne	37
Abb.7: Tatsächliches Kursniveau sowie anhand der - um steuertechnischen Einflüsse bereinigten- Bruttogewinne pro Aktie und der Rentenrendite geschätztes Kursniveau	42
Abb.8: Dynamische Systeme des ökonomischen Bereiches	45
Abb.9: Schema als wissenschaftliches Untersuchungsobjekt	46
Abb.10: Systeme als wissenschaftliches Untersuchungsobjekt	47
Abb.11: Input und Output des Systems "Aktienmarkt"	54
Abb.12: Die Indikatorgruppen, als System aufgefasst	55

Abb.13: Beispielhafte Darstellung negativer Beziehungen zwischen "leading" und "lagging" Indikatoren	78
Abb.14: Der kognitive Entscheidungsprozeß des Marktteilnehmers	82
Abb.15: Kurs/Gewinn-Verhältnis des Aktienmarktes und S&P 500 von 1925 -1988	85
Abb.16: Indikatoren des NBER, gegliedert nach ökonomischen Prozeßen	87
Abb.17: Die Zusammensetzung der "composite economic indicators" des "Department of Commerce"	98
Abb.18: Ex-post-Prognose des Aktienkursniveaus mit Hilfe des AKN-Modells	99
Abb.19: Graphische Darstellung der Residuen des AKN-Modells	100
Abb.20: Ex-post-ex-ante-Prognose des Zeitraums 1985-88 mit Hilfe des AKN-Modells	104
Abb.21: Die variablen Koeffizientenschätzungen des AKN-Modells	131
Abb.22: Graphische Darstellung der Pratt-De Vere Ergebnisse	154
Abb.23: Kauf- und Verkaufssignale des EMI und Aktienkursentwicklung von 1940-1988	157
Abb.24: "Secondaries" und Aktienkursniveau	164
Abb.25: Kompatibilitätsfunktion des Corporate Indikators	168

Abb.26: Aktienkurse, KGV, und Gewinne von 1914-73.	168
Abb.27: Das Renditedifferential von 1926-73: Dividendenrendite und Rendite von Corporate Bonds	169
Abb.28: Kompatibilitätsfunktion des Renditeindikators	173
Abb.29: Kurzfristige Geldmarktzinsen und Diskontsatz	175
Abb.30: Zinsspreadindikator und Aktienkursniveau	178
Abb.31: Korrelation zwischen Aktienkursniveau und Bankenliquidität	182
Abb.32: Die zeitliche Entwicklung von "free reserves" und "borrowed reserves"	186
Abb.33: Kompatibilitätsfunktion des Liquiditätsindikators	190
Abb.34: Kauf- und Verkaufssignale des langfristigen Zinstrendindikators und Aktienkursniveau	192
Abb.35: Kurz- und langfristige Zinsen in den USA von 1900-1979	192
Abb.36: Kompatibilitätsfunktion des Zinstrendindikators	199
Abb.37: Dow Jones Industrial Average und Smart Money Indikator	195
Abb.38: Kompatibilitätsfunktion des Optionsprämienindikators	199
Abb.39: Aktienkursentwicklung und ASI	203
Abb.40: Margin Dept und Aktienkursniveau	207

Abb.41: Kaufverhalten der Kleinanleger	20
Abb.42: Credit Balances und Aktienkursniveau	20
Abb.43: Graphische darstellung des Messens von empirisch nicht direkt faßbaren theoretischen Konstrukten	21
Abb.44: Exemplarische Darstellung eines Timingprofils	21
Abb.45: Gesamtwerte des Timingmodells und Aktienkursniveau	23
Abb.46: Vergleich der Anlageresultate von Gold, Anleihen und Aktien von 1870-1988	23