

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	XV
Verzeichnis der Darstellungen (Abbildungen und Tabellen)	XVII

1. Problemstellung und Vorgehensweise

1

1.1. Steuerungs- und Verteilungswirkungen von Marktprozessen	1
1.2. Marktprozesse an Wertpapierbörsen	4
1.3. Methodik und Gang der Untersuchung	8

2. Steuerungswirkungen: Die Koordinationsaufgabe des Kapitalmarktes

13

2.1. Effizienzkriterien für einen Sekundärmarkt.....	13
2.1.1. Effizienz von Börse und Kapitalmarkt	13
2.1.2. Allokationseffizienz.....	14
2.1.2.1. Optimale Allokation von Kapital.....	14
2.1.2.2. Bewertungseffizienz des Sekundärmarktes	19
2.1.2.3. Weitere Aufgaben des Sekundärmarktes	23
2.1.3. Informationseffizienz	24
2.1.4. Operative Effizienz.....	28
2.1.5. Beziehungen zwischen den Effizienzbegriffen	31
2.2. Die Effizienz der Kapitalmärkte aus empirischer Sicht	33
2.2.1. Konzepte und Probleme der Effizienzbeurteilung.....	33
2.2.2. Untersuchungen zur Informationseffizienz	37
2.2.3. Bewertungseffizienz von Aktienbörsen.....	43
2.2.3.1. Varianzgrenzenverletzungen	43
2.2.3.2. Ex-Post-Erklärbarkeit von Aktienkursen	45
2.2.3.3. Die Bewertungseffizienz ausgewählter deutscher Aktien.....	46
2.2.4. Nutzen und Kosten von Börse und Kapitalmarkt.....	54

2.3.	Kapitalmarkteffizienz aus theoretischer Sicht	61
2.3.1.	Theoretische Zweifel	61
2.3.2.	Effiziente Märkte als Modellvorstellung	63
2.3.3.	Bewertungseffiziente Kurse als Ergebnis eines Marktprozesses	66
2.4.	Zusammenfassung	67
3.	Das Entscheidungsverhalten der Marktteilnehmer	69
3.1.	Rationales Verhalten in der Kapitalmarkttheorie	69
3.1.1.	Maximierung des Erwartungsnutzens	69
3.1.2.	Risikodiversifikation und Separation	73
3.1.3.	Erwartungen	74
3.2.	Begrenzte Rationalität von Entscheidungen	76
3.2.1.	Das Konzept der begrenzten Rationalität	76
3.2.2.	Bewertung unsicherer Ergebnisse	77
3.2.3.	Heuristische Informationsverarbeitung	82
3.2.4.	Soziale Faktoren	87
3.2.5.	Lernprozesse	88
3.3.	Auswirkungen auf den Markt	91
3.4.	Die Mikroebene des Aktienmarktes	97
3.4.1.	Marktteilnehmer am Aktienmarkt	97
3.4.2.	Individuelle Bewertung von Aktien	100
3.4.3.	Rahmenbedingungen für Entscheidungen	104
3.4.4.	Informationen als Entscheidungsgrundlage	106
3.4.5.	Entscheidungskalküle	109
3.5.	Zusammenfassung: Heterogene heuristische Entscheidungskalküle	111
4.	Der Marktprozeß als Aggregation der Einzelentscheidungen	113
4.1.	Aggregationsprobleme und Vereinfachungen	113

4.2.	Idealtypische Aggregation im statischen Gleichgewicht.....	117
4.2.1.	Gleichgewicht am Kapitalmarkt.....	117
4.2.2.	Das Capital Asset Pricing Modell (CAPM).....	118
4.2.3.	Verwandte Ansätze und Modifikationen	121
4.2.3.1.	Verwandte Ansätze.....	121
4.2.3.2.	Modifikationen des CAPM	122
4.2.4.	Vergleich aufeinanderfolgender Gleichgewichte bei heterogenen Informationen.....	123
4.2.5.	Ergebnisse für den Marktprozeß	124
4.3.	Der Aktienkurs als Information: Gleichgewichte bei rationalen Erwartungen	125
4.3.1.	Vollständige Informationsaggregation.....	125
4.3.2.	Unvollständige Informationsaggregation	129
4.3.3.	Ergebnisse für den Marktprozeß.....	131
4.4.	Die Marktorganisation als institutioneller Rahmen	134
4.4.1.	Strategisches Verhalten in unvollkommenen Märkten.....	134
4.4.2.	Theorie der Marktstruktur.....	136
4.5.	Informationsverarbeitung in einfachen experimentellen Märkten	141
4.5.1.	Einfache Experimentelle Märkte	141
4.5.2.	Mehrperiodige Marktexperimente.....	144
4.5.3.	Informationsaggregation in Marktexperimenten	147
4.5.4.	Schlußfolgerungen für reale Märkte	149
4.6.	Der Markt als komplexer Prozeß	151
4.6.1.	Die Börse aus spieltheoretischer Sicht	152
4.6.2.	Unbestimmtheit und Pfadabhängigkeit	153
4.6.3.	Rückkopplungsbeziehungen	156
4.6.4.	Kursblasen und ausbeutungsresistente Fehlbewertung	158
4.6.5.	Marktkonsens und Zyklusbildung	164
4.7.	Fazit: Eine Theorie des Marktprozesses	166

5. Umverteilung und Koordination	168
5.1. Umverteilung am Aktienmarkt	168
5.2. Die Anreizwirkung der Umverteilung.....	175
5.2.1. Umverteilung und Risikoprämien.....	175
5.2.2. Umverteilung und Informationsprämien	179
5.2.2.1. Informationsverarbeitung und Bewertungseffizienz	179
5.2.2.2. Fundamentalwerte und Umverteilung	181
5.2.2.3. Information und Fundamentalwertschätzung	186
5.2.2.4. Unvollständige Aggregation.....	190
5.2.2.5. Kurzfristige Umverteilung und Antizipationswettbewerb	193
5.2.2.6. Umverteilung durch Marktinformationen.....	196
5.2.2.7. Ein neues Informationsparadox	198
5.2.3. Umverteilung und Intermediationsprämien.....	199
5.2.3.1. Liquidität und Börsenleistung.....	199
5.2.3.2. Liquidität und Umverteilung	201
5.2.4. Unsystematische Umverteilung.....	206
5.3. Liquidität statt Effizienz?	208
5.4. Externalitäten des Marktprozesses	214
5.5. Zusammenfassung.....	217
6. Marktprozesse im dynamischen Modell	219
6.1. Prämissen und Aufbau eines Marktprozeßmodells	219
6.1.1. Überlegungen zur Modellbildung.....	219
6.1.2. Modellanalyse durch Computersimulation	223
6.1.3. Modellaufbau	226
6.1.3.1. "Exogene" Fundamentalinformationen	226
6.1.3.2. "Endogene" Marktinformationen.....	233
6.1.3.3. Die Marktorganisation	234

6.1.3.4.	"Strategien" als Entscheidungsregeln	235
6.1.3.5.	Simulationsläufe	236
6.2.	Strategien als "Marktteilnehmer"	237
6.2.1.	Mögliche Entscheidungsregeln	237
6.2.2.	Erfolg aus individueller Sicht	239
6.3.	Strategiekombinationen als "Märkte"	242
6.3.1.	Kursentwicklung und Bewertungseffizienz	242
6.3.2.	Grenzfälle.....	255
6.3.2.1.	Dominanz der Uninformierten.....	255
6.3.2.2.	Dominanz der Bestinformierten.....	259
6.4.	Effizienzwirkung und Handelserfolg	260
6.4.1.	Varianten des Referenzmarktes	260
6.4.2.	Liquiditätserzeugende Entscheidungsregeln	263
6.4.3.	Entscheidungsregeln auf der Grundlage von Fundamentalinformationen.....	267
6.5.	Modellerweiterungen und -varianten	279
6.5.1.	Marktorganisation	279
6.5.2.	Evolution und Lernen	283
6.6.	Interpretation der Modellergebnisse	290
7.	Ergebnisse und Schlußfolgerungen	294
7.1.	Die Bedeutung des Individualverhaltens für das Verständnis von Märkten	294
7.2.	Die Effizienz von Aktienbörsen	295

Anhang	297
Anhang 1: Einbezogene Unternehmen	298
Anhang 2: Berechnung der Größen für Abschnitt 2.4.2.....	299
Anhang 3: Anteile am Aktienumsatz.....	301
Anhang 4: Simulierte Entscheidungsregeln	305
Anhang 5: Fundamentalszenarien der Simulationsserien	307
Literaturverzeichnis.....	314
Sonstige Quellen	350

Verzeichnis der Darstellungen (Abbildungen und Tabellen)

Darstellung 2-1: Anteil börsennotierter Wertpapiere an der Finanzierung von Investitionen 1989	18
Darstellung 2-2: Fundamentalwert bei heterogenen Fundamentalfaktoren (Beispielrechnung)	20
Darstellung 2-3: Komponenten der marktorganisationsbestimmten Kosten	30
Darstellung 2-4: Hierarchie der Effizienzbegriffe	32
Darstellung 2-5: Effiziente Allokation	34
Darstellung 2-6: Einflußfaktoren von Renditedifferenzen	36
Darstellung 2-7: Jährliche Mittelwerte von Börsenkursen und Vergleichswerten	48
Darstellung 2-8: Verteilung der impliziten Wachstumsraten	49
Darstellung 2-9: Regressionen auf Ausschüttungsbarwerte	50
Darstellung 2-10: Dividendenbarwert GWD10 und Kurse	51
Darstellung 2-11: Regressionen auf Teilgrößen	52
Darstellung 2-12: Anteil der Fälle außerhalb der Black-Grenze	53
Darstellung 2-13: Anteil des Finanzsektors an der Volkswirtschaft	56
Darstellung 2-14: Börsenkosten von 1980 bis 1993	58
Darstellung 2-15: Die Entwicklung der Handelskosten	59
Darstellung 2-16: Geschätzte Börsenkosten und Dividenden ausgewählter Aktiengesellschaften 1989 - 1991	60
Darstellung 3-1: Anteile am Aktienbesitz zu Tageskursen 1960, 1989 und 1990	98
Darstellung 3-2: Geschätzte Anteile am Aktienumsatz 1989	99
Darstellung 3-3: Idealtypisches Profil wichtiger Marktteilnehmergruppen	111
Darstellung 4-1: Aggregation von Einzelentscheidungen im Marktprozeß	115
Darstellung 5-1: Dividenden und Vergleichsgrößen als Dividenden-Vielfache	170
Darstellung 5-2: Vergleichsgrößen als Vielfache der Bruttodividenden nach aggregierten Bundesbankdaten	172
Darstellung 5-3: Umverteilung als Verhaltensanreiz	174

Darstellung 5-4: Kurse und Vergleichswerte (GWK).....	177
Darstellung 5-5: Umverteilung als Prämie für die Beschaffung und Verarbeitung fundamentaler Information	180
Darstellung 5-6: Bewertungseffizienz und die Attraktivität fundamentaler Anlagestrategien.....	184
Darstellung 5-7: Liquiditätsnachfrage, -angebot und Umverteilung in der Mikrostrukturtheorie	204
Darstellung 5-8: Liquiditätsnachfrage, -angebot und Umverteilung	204
Darstellung 5-9: Postuliertes Verhältnis von Bewertungseffizienz und Liquidität.....	211
Darstellung 6-1: Modellstruktur	222
Darstellung 6-2: Fundamentalfaktoren	229
Darstellung 6-3: Entwicklung der Fundamentalfaktoren (Beispiel).....	230
Darstellung 6-4: Informationsstufen.....	232
Darstellung 6-5: Beispiel eines Fundamentalwertverlaufs	233
Darstellung 6-6: Nomologische Informationsbasis	236
Darstellung 6-7: Eigenschaftsprofile möglicher idealtypischer Marktteilnehmer (AREs)	238
Darstellung 6-8: Kursverlauf im Ausgangsszenario (Titel 3)	243
Darstellung 6-9: Kursverlauf im Ausgangsszenario (Index)	244
Darstellung 6-10: Marktergebnisse der Referenzserie nach Einzelläufen	247
Darstellung 6-11: Marktergebnisse in Lauf 1 der Referenzsimulation bei unterschiedlichen Startwerten des Zufallszahlengenerators	248
Darstellung 6-12: Umverteilung im Referenzmarkt.....	249
Darstellung 6-13: Prozentualer Umverteilungserfolg im Referenzmarkt.....	250
Darstellung 6-14: Aufspaltung der durchschnittlichen Umverteilungs- ergebnisse im Referenzmarkt nach Transaktionspartnern.....	252
Darstellung 6-15: Schwankungen des Umverteilungserfolges	253
Darstellung 6-16: Schwankungen des Umverteilungserfolges innerhalb eines Laufes.....	253
Darstellung 6-17: Standardabweichung der Umverteilungsergebnisse im Referenzmarkt.....	254

Darstellung 6-18: Standardisierte Umverteilungstabelle im Referenzmarkt.....	255
Darstellung 6-19: Kursverlauf bei Dominanz der Uninformierten (Titel 3, Lauf 8).....	256
Darstellung 6-20: Umverteilung ohne Fundamentalstrategien.....	257
Darstellung 6-21: Standardisierte Umverteilungstabelle ohne Fundamentalstrategien.....	258
Darstellung 6-22: Kursverlauf bei Dominanz der Uninformierten (Index in Lauf 20)	258
Darstellung 6-23: Standardisierte Umverteilungstabelle bei Dominanz der Bestinformierten	259
Darstellung 6-24: Kursverlauf bei Dominanz der Bestinformierten (Titel 3, Lauf 8).....	260
Darstellung 6-25: Standardisierte Erfolgsquoten bei veränderter Gewichtung im Referenzmarkt	262
Darstellung 6-26: Erfolgselastizitäten zwischen den Entscheidungsregeln des Referenzmarktes	263
Darstellung 6-27: Wirkung und Erfolg alternativer Liquiditätsangebotsstrategien	264
Darstellung 6-28: Wirkung und Erfolg alternativer Liquiditätsangebotsstrategien bei erhöhter Liquiditätsnachfrage durch aggressive Orderlimitierung.....	265
Darstellung 6-29: Wirkung und Erfolg alternativer Liquiditätsangebotsstrategien bei erhöhter Liquiditätsnachfrage durch unkorreliertes	266
Darstellung 6-30: Umverteilung im Referenzmarkt und bei aggressiver Orderlimitierung	266
Darstellung 6-31: Umverteilung bei aggressiver Limitierung durch die BFU-Strategie	268
Darstellung 6-32: Wettbewerb zwischen Fundamentalstrategien mit gleicher Informationsbasis.....	269
Darstellung 6-33: Fundamentalstrategien mit unterschiedlicher Informationsbasis	270
Darstellung 6-34: Die BFU-Strategie im Wettbewerb zu Varianten mit unterschiedlicher Informationsbasis.....	271
Darstellung 6-35: Umverteilungskonkurrenz zwischen informierten Fundamentalstrategien ohne die ZKN-Strategie.....	272

Darstellung 6-36: Umverteilung zwischen mehreren informierten Fundamentalstrategien.....	273
Darstellung 6-37: Erfolg und Wirkung teilinformierter Fundamentalstrategien.....	274
Darstellung 6-38: Umverteilung zwischen teilinformierten Fundamentalstrategien.....	275
Darstellung 6-39: Die Profitabilität einer "Schlagzeilen"-Strategie bei zunehmender Bewertungseffizienz	276
Darstellung 6-40: Effizienz und Umverteilung bei alternativer Verwendung von Fundamentalinformationen.....	277
Darstellung 6-41: Erfolg und Wirkung einer orderbuchgestützten Strategie.....	280
Darstellung 6-42: Umverteilung an einem Markt mit Einheitskursermittlung.....	281
Darstellung 6-43: Vergleich der Kursverläufe mit der Referenz- marktpopulation bei fortlaufendem Handel (links) und bei Einheitskursermittlung (rechts).....	282
Darstellung 6-44: Evolution der relativen Anteile der Entscheidungsregeln im Referenzmarkt	285
Darstellung 6-45: Evolution der relativen Anteile der Entschei- dungsregeln im Referenzmarkt mit Einheitskursermittlung.....	286
Darstellung 6-46: Langfristige Umverteilungsraten im Evolutionslauf des Referenzmarktes	287
Darstellung 6-47: Langfristige Umverteilungsraten im Evolutionslauf des Referenzmarktes mit Einheitskursermittlung.....	288
Darstellung 6-48: Evolution der relativen Anteile der Entschei- dungsregeln bei Wettbewerb zwischen BFU und BFUa.....	289
Darstellung 6-49: Evolution der relativen Anteile der Entschei- dungsregeln bei Wettbewerb zwischen BFU und BFUa und Einheitskursermittlung.....	290
Darstellung A-1: Vergleich bereinigter und unbereinigter Größen.....	301
Darstellung A-2: Kennzahlen der verwendeten Fundament- alszenarien.....	309
Darstellung A-3: Indexverläufe aller verwendeten Fundamentalszenarien	310
Darstellung A-4: Fundamentalszenarien (1-30).....	311