

Horst Bienert

Der Marktprozeß an Aktienbörsen

Bewertungseffizienz und Umverteilung

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 Zyklenbildung.....	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