

**Guido Dette**

# **Kursbildung am deutschen Aktienmarkt**

**Mit einem Geleitwort von  
Prof. Dr. Wolfgang Benkert**

Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH

**Dette, Guido:**

Kursbildung am deutschen Aktienmarkt / Guido Dette. Mit einem Geleitw. von Wolfgang Benkert. – Wiesbaden : Dt. Univ.-Verl., 1998

(DUV : Wirtschaftswissenschaft)

Zugl.: Witten, Herdecke, Privatuniv., Diss., 1997

ISBN 978-3-8244-0382-0

Alle Rechte vorbehalten

© Springer Fachmedien Wiesbaden, 1998

Ursprünglich erschienen bei Deutscher Universitäts-Verlag GmbH, Wiesbaden, 1998

Lektorat: Monika Mülhausen



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Gedruckt auf säurefreiem Papier

ISBN 978-3-8244-0382-0

ISBN 978-3-663-08686-4 (eBook)

DOI 10.1007/978-3-663-08686-4

## **Geleitwort**

Zwischen Börsenpraxis und der wissenschaftlichen Beschäftigung mit dem Börsengeschehen scheinen Welten zu liegen: Die Börsenpraxis folgt nach dem Eindruck distanzierter Beobachter Stimmungen, self-fulfilling prophecies, wenn sie nicht gar von Massenpsychosen bestimmt wird. Die Wissenschaft - so der Eindruck vieler Börsenpraktiker - hingegen verfeinert ständig hochkomplexe Modelle, ohne nach den fundamentalen Bedingungen von Börsentrends zu fragen.

Die vorliegende Arbeit, die auf einer der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Witten/Herdecke vorgelegten Dissertation basiert, versucht eine Brücke zwischen der scheinbar theoriefernen Börsenpraxis und der praxisfernen Wissenschaft zu schlagen: Der Autor - selbst im Portfolio-Management tätig - kennt die Mechanismen der Börse und kann seine Thesen an vielen Börsenerfahrungen belegen. Er analysiert das Börsengeschehen im Lichte eines Theorieansatzes, der verhaltensökonomischen Forschung, dessen Vertreter selbst einen hohen Anspruch an deren Anwendbarkeit und Umsetzbarkeit stellen. Angewandt auf das Börsengeschehen gelingt es dem Autor, eine Vielzahl fundamentaler und meßbarer Einflußgrößen zu identifizieren, die vor allem in langfristiger Perspektive durch Einbeziehung des wirtschaftlichen, gesellschaftlichen und kulturellen Umfeldes, in dem Anlageentscheidungen getroffen werden, diese Entscheidungen und damit die Entwicklung von einzelnen Aktien und ganzen Börsen erklären helfen.

Die Entwicklung eines erklärungs mächtigen Theorieansatzes vor dem Hintergrund börsenpraktischer Erfahrungen macht das vorliegende Buch für theoretisch Interessierte wie für Praktiker gleichermaßen lesenswert. Das Buch ist hilfreich für das Verstehen des Börsengeschehens - eine Herausforderung für die Wissenschaft wie für die Praxis.

Prof. Dr. Wolfgang Benkert

## **Vorwort**

Jeden Börsianer beschäftigt die Frage, ob es an der Börse Strategien gibt, die einen überdurchschnittlichen Erfolg ermöglichen. Es überrascht deshalb nicht, daß es eine Vielzahl von Publikationen über Aktienkursprognosen gibt. Die meisten von ihnen unterstellen, daß generell das Verhalten der Marktteilnehmer faktisch unbedeutend sei und daß die Verhaltensweisen der Einzelnen, falls überhaupt, nur auf der Grundlage idealisierter Informations- und Verhaltensannahmen Untersuchungsgegenstand sein könnten. Die in der praktischen Tätigkeit als Analyst und Portfolio Manager gewonnenen Erfahrungen machten die Brüchigkeit dieser Annahme aber zunehmend deutlich. Die vorliegende Arbeit folgt ihr deshalb nicht; sie berücksichtigt vielmehr verstärkt die einzelwirtschaftliche Ebene und stellt den Informationsverarbeitungsprozeß und das Verhalten einzelner Marktteilnehmer in den Vordergrund, wie es im täglichen Börsengeschehen zu beobachten ist und zieht hieraus Schlüsse auf die Aktienkursentwicklung. Den komplexen Entscheidungsprozeß sowie das individuelle Verhalten gilt es einzugrenzen, zu analysieren und letztlich in die Aktienanalyse zu integrieren. Welche Wege hierfür zur Verfügung stehen und inwieweit sie praktikabel sind, wird in dem vorliegenden Buch detailliert beschrieben. Es wird nicht ein vielversprechendes System oder eine neue Handelstechnik in den Mittelpunkt gestellt, sondern statt dessen der Aktieninvestor selbst, der der wichtigste Faktor der Aktienkursbildung ist und dadurch wird eine praktikable und vor allem höhere Prognosegüte ermöglicht.

Am Entstehen dieser Arbeit haben im Rückblick viele Personen in verschiedenster Weise, bspw. in Diskussionen und zum Nachdenken Anlaß gebende Anregungen, Hilfestellung geleistet. Nicht alle kann ich deshalb namentlich benennen und Ihnen danken.

Meinen aufrichtigen und herzlichen Dank möchte ich meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Wolfgang Benkert, für die so wohlwollende Unterstützung dieser Arbeit und für seine wertvollen Ratschläge aussprechen.

Zu Dank verpflichtet bin ich meinem vorherigen Arbeitgeber, der Oppenheim Finanzanalyse, der mir während meiner Promotion durch eine flexible Arbeitszeit entgegenkam und dem

Gerling Konzern, der mir eine selbständige Arbeit mit großer Verantwortungsübertragung ermöglichte, durch die ich erst tief reichende und detaillierte Einblicke in das tägliche Börsengeschehen erhielt, die mir bei einer ausschließlich theoretischen Bearbeitung verschlossen geblieben wären.

Ganz besonderen Dank schulde ich meinen Eltern, denen ich diese Arbeit widmen möchte.

Guido Dette

## **Inhaltsverzeichnis**

<b>Abkürzungsverzeichnis</b>	<b>XIII</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b>	<b>XVI</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b>	<b>XVII</b>
<b>1. Kapitel: Problemstellung und Aufbau der Arbeit</b>	<b>1</b>
<b>2. Kapitel: Sozialökonomische Verhaltensforschung</b>	<b>14</b>
I. Ziel der sozialökonomischen Verhaltensforschung	14
II. Historischer Abriss der sozialökonomischen Verhaltensforschung	18
<b>3. Kapitel: Bisherige Methoden zur Analyse der Aktienkursbildung und deren Grenzen</b>	<b>25</b>
<b>I. Fundamentalanalyse</b>	<b>25</b>
1. Analyse gesamtwirtschaftlicher Faktoren	26
2. Analyse branchenspezifischer Faktoren	27
3. Analyse unternehmensindividueller Faktoren	28
3.1 Substanzwertmethode	28
3.1.1 Bilanzwertverfahren	28
3.1.2 Liquidationswertverfahren	28
3.2 Ertragswertmethode	30
3.2.1 Dividenden-Discount-Modelle	30
3.2.2 Gewinn-Modelle	31
3.2.2.1 Steuerbilanzgewinn-Methode	31
3.2.2.2 DVFA/SG-Methode	32
4. Grenzen der Fundamentalanalyse	35
<b>II. Technische Analyse</b>	<b>41</b>
1. Ursprung der Technischen Analyse	43
1.1 Die Dow-Theorie	44
1.2 Die Elliott-Theorie	44
2. Chart-Analyse und computergestützte technische Analyse	45
2.1 Chart-Analyse	45
2.2 Computergestützte technische Analyse	51
3. Grenzen der Technischen Analyse	52
<b>III. Random-Walk-Hypothese</b>	<b>53</b>
1. Formulierungen der Random-Walk-Hypothese	55

1.1 Die strenge Form	55
1.2 Die mittelstrenge Form	56
1.3 Die schwache Form	56
2. Grenzen der Random-Walk-Hypothese	59
<b>IV. Fazit</b>	<b>62</b>
<b>4. Kapitel: Marktteilnehmermorphologie und spezifisches Anlegerverhalten</b>	<b>66</b>
<b>I. Nicht-professionelle Anleger</b>	<b>69</b>
1. Privatanleger	69
2. Belegschaftsaktionäre	77
3. Großaktionäre	77
<b>II. Professionelle Anleger</b>	<b>80</b>
1. Kreditinstitute	81
1.1 Effektengeschäft	81
1.2 Anlageberatung	84
2. Kapitalanlagegesellschaften	86
2.1 Analyse und Entscheidungsfindung	87
2.2 Einengung des Handlungsspielraums	89
2.2.1 Marktmäßig determinierte Einengung	89
2.2.2 Satzungsmäßig determinierte Einengung	89
2.2.2.1 Anlagezwang	89
2.2.2.2 Liquidationszwang	90
2.2.3 Benchmarkdenken	90
3. Versicherungen	92
4. Sonstige Unternehmen	93
5. Kulisse	96
<b>III. Ausländer</b>	<b>97</b>
<b>IV. Fazit</b>	<b>101</b>
<b>5. Kapitel: Determinanten der Kursbildung</b>	<b>104</b>
<b>A. Umwelt des Investors</b>	<b>106</b>
<b>I. Faktische Umwelt</b>	<b>106</b>
1. Gesellschaftssystem	106
1.1 Soziokulturelles System	107
1.2 Politisches und rechtliches System	109
1.3 Wirtschaftliches System	110

2. Markttechnische Determinanten	115
2.1 Marktstruktur	115
2.2 Marktsegmente	117
2.3 Marktbreite	119
3. Situative Determinanten	127
3.1 Börsenstimmung	127
3.2 Aktueller Kontext	129
<b>II. Soziale Umwelt</b>	<b>130</b>
1. Unpersönliche soziale Kontakte	130
1.1 Massenmedien	131
1.1.1 Printmedien	132
1.1.2 Elektronische Medien	136
1.2 Meinungsführer	137
2. Persönliche soziale Kontakte	139
2.1 Bezugsgruppen	139
2.2 Bezugspersonen	141
3. Fazit	142
<b>B. Insystem des Investors</b>	<b>143</b>
<b>I. Informationsaufnahme und -verarbeitung</b>	<b>146</b>
1. Wahrnehmung	148
1.1 Exkurs Gestaltpsychologie	149
1.2 Rationaler Informationsverarbeitungsprozeß	154
1.3 Eingeschränkt rationaler Informationsverarbeitungsprozeß	156
1.3.1 Situative Information	161
1.3.1.1 Neuigkeiten	162
1.3.1.2 Aktienkurse und Indizes	163
1.3.2 Selektive Information	164
1.3.2.1 Informationsquelle	165
1.3.2.2 Kognitive Dissonanz	165
1.3.2.3 Schlüsselinformationen	172
1.3.3 Paradigmatische Information	176
1.3.3.1 Schemata	176
1.3.3.2 Stereotype	181
1.3.3.3 Focal Points	184
2. Motivation	186
3. Erwartungen	190
3.1. Erwartungsbildung	191
3.1.1 Lernen	192
3.1.1.1 Psychologische Lerntheorie	192
3.1.1.1.1 Instrumentelle Konditionierung	193
3.1.1.1.2 Klassische Konditionierung	193
3.1.1.2 Information-Processing-Theorie	194
3.1.1.2.1 Lernen durch Wiederholung bzw.	



Einprägung	194
3.1.1.2.2 Lernen durch Einsicht	195
3.1.2 Erfahrung	196
3.2 Erwartungsarten und deren Auswirkungen	198
3.3 Operationalisierung von Erwartungen	201
3.4 Fazit	206
<b>II. Informationsbewertung</b>	<b>208</b>
1. Heuristiken	209
1.1 Repräsentativitätsheuristik	210
1.1.1 Element repräsentativ für die Kategorie	211
1.1.2 Stichprobe repräsentativ für die Grundgesamtheit	213
1.2 Verfügbarkeitsheuristik	215
1.2.1 Häufigkeit des Auftretens	215
1.2.2 Retrieval Cue	216
1.2.3 Augenfälligkeit von Informationen	216
1.3 Verankerung und Anpassung	217
2. Erster Eindruck	218
3. Sonstige ausgewählte Biases und Fallacies	221
3.1 Ambiguität	221
3.2 Dispositionseffekt	225
3.3 Nennwertillusion	228
3.4 Sequential Decision-Making Hypothese	229
<b>III. Gruppendynamik</b>	<b>231</b>
1. Konformitätsdruck	231
2. Risikoschub-Effekt	235
<b>6. Kapitel: Fazit und Ansatz eines interdisziplinären Ansatzes</b>	<b>239</b>
<b>Anhang</b>	<b>246</b>
<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>260</b>

## Abkürzungsverzeichnis

A.:	Auflage
Abb.:	Abbildung
a.o.:	außerordentliche
AG:	Aktiengesellschaft
AGB:	Allgemeine Geschäftsbedingungen
Art.:	Artikel
BAK:	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BBankG:	Bundesbankgesetz
Bd.:	Band
BGB:	Bürgerliches Gesetzbuch
BI:	Bankinformation
BIP:	Bruttoinlandsprodukt
BiRiLiG:	Bilanzrichtlinien-Gesetz
BörsG:	Börsengesetz
bspw.:	beispielsweise
BZ:	Börsenzeitung
Calif.:	California
CAPM:	Capital Asset Pricing Model
DAI:	Deutsches Aktieninstitut e.V.
DB:	Deutsche Bank
Diss.:	Dissertation
DVFA:	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung
ESTG:	Einkommensteuergesetz
et al.:	et altera
f.:	folgende
FAJ:	Financial Analysts Journal
FAZ:	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FED:	Federal Reserve Bank
ff.:	fortfolgende
Ffm.:	Frankfurt am Main
GfK:	Gesellschaft für Konsum-, Markt- und Absatzforschung

GG:	Grundgesetz
ggl.:	geglättet
GmbH:	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
H.:	Heft
HB:	Handelsblatt
HGB:	Handelsgesetzbuch
Hrsg.:	Herausgeber
HV:	Hauptversammlung
IAS	International Accounting Standards
i.d.R.:	in der Regel
i.H.v.:	in Höhe von
IR:	Investor Relations
i.S.d.:	im Sinne der
i.V.m.:	in Verbindung mit
i.w.S.:	im weiteren Sinne
IBES:	Institutional Brokers Estimate System
Ibis:	Inter-Banken-Informations-System
Ifo:	Institut für Wirtschaftsforschung e.V.
Jg.:	Jahrgang
Jo:	Journal of
JoASP.:	Journal of Abnormal and Social Psychology
JoB:	Journal of Business
JoBF:	Journal of Banking and Finance
JoF:	Journal of Finance
JoFE:	Journal of Financial Economics
JoFQA:	Journal of Financial and Quantitative Analysis
JoPE:	Journal of Political Economy
JoPM:	Journal of Portfolio Management
KAGG:	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KGV:	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KWG:	Gesetz über das Kreditwesen

N. J.:	New Jersey
NY:	New York
NYSE:	New York Stock Exchange
ÖBA:	Österreichisches Bankarchiv
o.J.:	ohne Jahresangabe
o.O.:	ohne Ortsangabe
OR:	Operations Research
o.V.:	ohne Verfasser
PER:	Price-Earnings-Ratio
Psych. Rev.:	Psychological Review
RSI:	Relative Strength Index
s.b.:	saisonbereinigt
SG:	Schmalenbachgesellschaft
Sp.:	Spalte
SRC:	Survey Research Center
Tab.:	Tabelle
US-GAAP	United States-General Accepted Accounting Principles
u.U.:	unter Umständen
VAG:	Versicherungsaufsichtsgesetz
VermBG:	Vermögensbildungsgesetz
Vol.:	Volume
WW:	Wirtschaftswoche
ZEW:	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung
ZfbF:	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK:	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
z.T.:	zum Teil
z.Z.:	zur Zeit

## Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Deutsche Bank AG	48
Abb. 2:	Dyckerhoff AG	79
Abb. 3:	Relative Stärke Small Caps vs. Blue Chips	125
Abb. 4:	Dalmatinerhund	151
Abb. 5:	Rubinscher Becher	153
Abb. 6:	Schering AG	169
Abb. 7:	„Starting Point of a Problem-solving Experiment“	195
Abb. 8:	Die Kahneman-Tversky „Value Function“	227
Abb. 9:	ZEW-Finanzmarktreport	259

## Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Durchschnittskurse deutscher Aktien in den Wertpapierdepots	71
Tab. 2:	Aufkaufkandidaten im Überblick	95
Tab. 3:	International bekannte Standardwerte	99
Tab. 4:	Anteil der 5 % größten Unternehmen an der gesamten Marktkapitalisierung in %	121
Tab. 5:	Anteile der 5 % größten Unternehmen an den gesamten Börsenumsätzen in %	121
Tab. 6:	Inländische Aktien mit dem größten Umsatz im Jahre 1995	122
Tab. 7:	Börsenkapitalisierung in Prozent des BIP/BSP	123
Tab. 8:	Deutsche Wirtschaftszeitungen	132
Tab. 9:	Deutsche Wirtschaftsmagazine	133
Tab. 10:	Informationsquellen professioneller und privater Anleger	134
Tab. 11:	Beratungsbogen Wertpapiere	246
Tab. 12:	Standardization Factors and Weights for Composite Index Components/USA	248
Tab. 13:	Nachfrageindikatoren aus den Ifo-Umfragen	249

Tab. 14:	Investionstätigkeit und Investitionsindikatoren aus den Ifo-Umfragen	250
Tab. 15:	Brancheneinteilung des Composite Dax (CDax)	251
Tab. 16:	Brancheneinteilung des Dax 100	253
Tab. 17:	IBES Express	254
Tab. 18:	The Estimate Directory	255
Tab. 19:	World Equities	256
Tab. 20:	ZEW-Fragebogen	257
Tab. 21:	ZEW-Finanzmarkttest	258