

Schmidt

Aktienkursprognose

Dr. Reinhard H. Schmidt

Aktienkursprognose

Aspekte positiver Theorien über Aktienkursänderungen



Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler · Wiesbaden

ISBN-13: 978-3-409-41011-3 e-ISBN-13: 978-3-322-83615-1
DOI: 10.1007/978-3-322-83615-1

Copyright bei Dr. Gabler-Verlag · Wiesbaden 1976

Geleitwort

Ein Buch dieses Titels mögen viele Leser nicht ohne ausgeprägte Skepsis zur Hand nehmen. Ärgerliche Erinnerungen an die Lektüre so mancher Untersuchung zur Aktienkursbildung drängen sich auf: Man vermutet breit ausgeschmückte, in unwissenschaftlichem Plauderton vorgetragene Bemerkungen peripherer, allenfalls technischer Natur. Der Umfang des Buches läßt zudem befürchten, es wolle wieder einmal ein Verfasser seine Ignoranz hinsichtlich des Kerns der behandelten Zusammenhänge in einer unübersehbaren Flut von Details verbergen; man hat das „multum, non multa“ schon auf den Lippen. Doch bereits die Lektüre der ersten Seiten des vorliegenden Buches läßt solche Skepsis vollständig schwinden: Man gewinnt sehr rasch die Überzeugung, daß hier den Kernproblemen nicht ausgewichen wird, daß man verlässliche Aufklärung erwarten darf, wenn nicht darüber, was „die Aktienbörse im Innersten zusammenhält“, so doch wenigstens über den Wahrheitsgehalt der grundlegenden, verbreiteten Hypothesen in diesem Bereich. Hier ist ein Autor am Werk, der nicht „in Worten kramt“, der sehr genau weiß, worüber er schreibt, und außerdem auch noch schreiben kann: ein seltener Glücksfall. Ein geheimnisumwobenes Geschehen — die Kursentwicklung von Aktien — findet in diesem Buch eine spannend-luzide Darstellung.

Im Hintergrund der Aktienanalyse steht die alte Frage, unter welchen Voraussetzungen man an der Börse „verdienen“ kann: Der Verfasser legt mit bewundernswerter Akribie dar, was hier „Zufall“ bedeutet, welches Gewicht ihm zukommt und welche Bedeutung Sonderinformationen der „Insider“ haben können. Deutlich und überzeugend geht der Autor ins Gericht mit jenen, die „Gewinnssysteme“ der einen oder anderen Art, insbesondere unter dem Mantel der Wissenschaftlichkeit, anbieten oder unterstützen; schon allein diese Abschnitte machen die Arbeit außerordentlich lesenswert, auch „gewinnbringend“ (oder „verlusthindernd“) im engsten Wortsinne.

Der Untersuchung liegt eine hinsichtlich ihrer Breite und Tiefe gleichermaßen erstaunliche Literaturarbeit zugrunde; es gibt derzeit keine Darstellung der Aktienanalyse, die umfassender und verlässlicher über den (internationalen) Stand der Forschung berichtet. Dem Verfasser kam nicht zuletzt zugute, daß er schwierigste Methodiken — mathematisch-statistischer Art bis hin zur (modernen) Bilanzuntersuchung — sicher beherrscht. Die Darstellung erfolgt im übrigen durchgängig didaktisch so geschickt, daß auch der gebildete Laie alle wichtigen Grundthesen aufzunehmen vermag. Das Buch wird indessen nicht nur dazu beitragen, daß die (gegenwärtigen) Möglichkeiten und Grenzen der Aktienanalyse in breiten Kreisen deutlicher erkannt werden. Es wird

nicht zuletzt der Forschung entscheidende Anregungen geben; das gilt in Einzelpunkten wie insgesamt: Eine derart brillante, kritisch-konstruktive Inventur war überfällig; der Wildwuchs in diesem Bereich brachte einen solchen Abschreckungseffekt mit sich, daß Aktienanalyse im soliden Sinne heute zur Angelegenheit von kaum mehr als einer Handvoll Forschern auf der ganzen Welt geworden ist. Solche Esoterik ist auf die Dauer unvereinbar mit der ökonomischen Bedeutung der Aktienbörse. Auch der Anlegerschutz läßt eine breitere Diskussion der Aktienkursbildung geraten erscheinen; man darf die Vermutung nicht von der Hand weisen, daß der Aktienhandel infolge sehr ungleicher Chancen-Risiken-Verteilungen Gemeinsamkeiten mit verbotenen Glücksspielen habe. Doch ist solide Börsenforschung auch um ihrer selbst willen interessant genug: Wo gibt es noch einmal ein so faszinierend-unfaßbares Problem wie die „Börsenspekulation“, immer ein wenig erinnernd an jenes „grin without a cat“, das Alice in ihrem Wunderland so denk-würdig fand.

ADOLF MOXTER

Vorbemerkungen

Die vorliegende Arbeit ist unter dem Titel „Einige Aspekte positiver Aktienkurstheorien. Eine vergleichende Untersuchung der Fundamentalanalyse, der technischen Analyse und der Random-Walk-These“ im Juni 1974 vom Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt als Dissertation angenommen worden.

Herrn Prof. Dr. Adolf Moxter, meinem Doktorvater, danke ich dafür, daß er die Arbeit angeregt und mit Interesse, Kritik und Ermunterung begleitet hat und daß mir an seinem Seminar ideale Arbeitsmöglichkeiten eingeräumt worden sind. Meine Dankespflicht meinem verehrten Lehrer gegenüber geht jedoch weit über das hinaus, was sich an dieser Stelle ausdrücken läßt.

Frau Prof. Dr. Rosemarie Kolbeck danke ich für die Übernahme des Korreferats sowie für viele wertvolle Hinweise. Die Möglichkeit, Teile meiner Arbeit in Doktorandenkolloquien der Herren Professoren Dr. A. Moxter und Dr. Wolfgang Engels zu diskutieren, war mir sehr hilfreich. Den Veranstaltern und allen Beteiligten sage ich herzlichen Dank.

Ohne die Gelegenheit zu steter intensiver Diskussion mit vielen Kollegen und Freunden wäre die Arbeit in der vorliegenden Form nicht zu schreiben gewesen. Besonders geholfen haben mir mit ihrem Interesse und mit ihrer Diskussionsbereitschaft die Herrn Wolfgang Ballwieser, Dr. Matthias Lehmann, Dr. Rainer Saelze und — mehr als alle anderen — Thomas Leder.

Für aufopfernde technische Hilfe beim Schreiben des Manuskripts danke ich meiner Mutter sowie Frau Mike Schatz und Frau Waltraut Leder sehr herzlich.

Daß ich mich während einer langen Zeit ganz der Arbeit an meiner Dissertation widmen konnte, wurde durch ein großzügiges Promotionsstipendium der Studienstiftung des deutschen Volkes ermöglicht. Ich bin dieser Institution dafür sehr verpflichtet. Die Fertigstellung wurde durch einen Förderungsbeitrag der Interessengemeinschaft Frankfurter Kreditinstitute erleichtert. Mein Dank gilt auch dem Gabler-Verlag für das freundliche Entgegenkommen bei der Drucklegung.

Herrn Prof. Moxter, dem Frankfurter Seminar für Treuhandwesen und dem dortigen Fachbereich Wirtschaftswissenschaften bin ich dankbar für eine gute Zeit der Arbeit.

REINHARD H. SCHMIDT

Inhaltsverzeichnis

	Seite
<i>Geleitwort von Prof. Dr. Adolf Moxter</i>	5
<i>Vorbemerkungen</i>	7
<i>Inhaltsverzeichnis</i>	9
<i>Abkürzungsverzeichnis</i>	16

Erstes Kapitel

Einleitung: Problemstellung, Gang der Untersuchung und methodologische Vorbemerkungen

1. Die drei Ebenen der Problemstellung	17
2. Die Problematik positiver Theorien über Kursverläufe	23
3. Der Zusammenhang zwischen positiven und normativen Theorien	27
4. Theorie, Erfahrung und Kritik	33
5. Gang der Untersuchung	37

Zweites Kapitel

Fundamentale Aktienanalyse

I. Einleitung und Unterscheidungen	41
1. Zur Fragestellung	41
2. Die Unterscheidung zwischen der älteren und der neueren Form der Fundamentalanalyse	45
a) Unterscheidungskriterium	45
b) Vorläufige Charakterisierung der älteren Fundamentalanalyse	45
c) Vorläufige Charakterisierung der neueren Fundamentalanalyse	48
d) Gemeinsamkeiten	52
3. Versuch einer Unterscheidung zwischen Unternehmensbewertung und Aktienbewertung	55
a) Unternehmensbewertung, Aktienbewertung und Investitionskalkül	55
b) Die Problemstellung der Unternehmensbewertung	56

	Seite
c) Die Problemstellung der Aktienbewertung	60
d) Drei Argumente „gegen Aktienbewertung als Investitionskalkül“	62
II. Die Fundamentalanalyse älterer Form	67
1. Die Mehrdeutigkeit des „inneren Wertes“	67
a) Wertbegriffe in der älteren Fundamentalanalyse und in der Nationalökonomie	67
b) Die Anpassung von Preisen an Werte auf Gütermärkten und auf dem Aktienmarkt	70
c) Merkmale spekulativer und nicht-spekulativer Güter und Märkte	73
d) Wert, Preis und Anpassung in der Lehre von der Unternehmensbewertung	75
2. Der „innere Wert“ als Grenzpreis	79
a) Der Zusammenhang zwischen Bewertung und Entscheidung .	79
b) Die Aufgabenstellung der Grenzpreisbestimmung in der Literatur	80
c) Aktienbewertung als Einzelbewertung: Die Implikationen der Verwendung des „inneren Wertes“ als eines Grenzpreises	84
d) Portfeuillebildung und Aktienbewertung: Der „innere Wert“ als Qualitätsmerkmal	88
e) Zusammenfassung und Gegenüberstellung der Implikationen über Kursverläufe	95
3. Der „innere Wert“ als erwarteter zukünftiger Kurs	99
a) Individualkalkül, Aggregation und Marktpreis	99
b) Der Konflikt zwischen explizitem Prognoseverbot und impliziter Prognose bei Graham-Dodd	101
c) Die impliziten Annahmen über Kursverläufe und über die Möglichkeit von Kursprognosen bei Cohen-Zinbarg und Büschgen	105
d) Zwischenergebnis	113
4. Das Dilemma der Aktienanalyse	115
a) Die Elemente der Ungleichgewichtsthese in der älteren Fundamentalanalyse	115
b) Die Herausforderung durch den Antizipationsgedanken . . .	119
c) Die Berücksichtigung des Antizipationsgedankens in der älteren Literatur zur Fundamentalanalyse	121
d) Implikationen des Antizipationsgedankens für die Funktionsbestimmung der Fundamentalanalyse . . .	126

	Seite
III. Die Fundamentalanalyse neuerer Form	129
1. Vorbemerkungen	129
2. Zur Argumentation von Latané-Tuttle: Die in der Entscheidungsregel versteckte Ungleichgewichtsthese	133
a) Verwendung und Vernachlässigung von Elementen positiver Theorie	133
b) Die implizite Ungleichgewichtsthese und die mit ihr verbundenen Inkonsistenzen	136
3. Zur Argumentation von Francis: Explizite Gleichgewichts- these und implizite Ungleichgewichtsthese	141
4. Zur Argumentation von Levy-Sarnat: Aktienanalyse als Theorie des Anlegerverhaltens	145
IV. Die Rolle der Fundamentalanalyse auf „vollkommenen“ Märkten .	147
1. Vorbemerkung und die Umdeutung der Unterscheidung zwischen Investition und Spekulation	147
2. Die Bedeutung der Fundamentalanalyse für den einzelnen Anleger: Objektive Determinanten des subjektiven Informationsoptimums	151
3. Die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Fundamentalanalyse: Information, Stabilität, Gleichgewicht und Effizienz als „öffentliche Güter“	155
a) Die Bewertung der vermuteten gesamtwirtschaftlichen Wirkungen der Fundamentalanalyse in der Literatur	155
b) Das Dilemma von gesellschaftlicher Nützlichkeit und privater Vorteilhaftigkeit ausführlicher Aktienanalyse .	157
c) Die Problematik des Bewertungsmaßstabes	161
4. Die Bedeutung der Fundamentalanalyse für die Gruppe der „Experten“	165
a) Die Schwierigkeiten einer Unterscheidung zwischen „Experten“ und anderen	165
b) Die Übertragbarkeit der Zwei-Gruppen-Modelle aus der „reinen Spekulationstheorie“ auf den Aktienmarkt .	168
c) Fundamentalanalyse und Insider-Wissen	170

Drittes Kapitel

Technische Aktienanalyse

I. Vorläufiger Überblick über die Technische Analyse	177
1. Abgrenzung und Anspruch der Technischen Analyse	177

	Seite
2. Zum Verhältnis zwischen Technischer Analyse und Fundamentalanalyse	181
3. Zur methodologischen Charakterisierung der Technischen Analyse	185
II. Die Methoden der Technischen Analyse	191
1. Methoden zur Analyse und Prognose der allgemeinen Markttendenz	191
a) Die Dow-Theorie	191
b) Die „Advance-Decline-Line“ (ADL)	194
c) Der „Confidence-Index“	198
d) Die „Odd-Lot-Theorie“	200
2. Methoden zur Analyse und Prognose von Kursentwicklungen einzelner Aktien: Die Aktientrend-Analyse	203
a) Grundidee und Anspruch der Aktientrend-Analyse	203
b) Umkehr- und Fortsetzungsformationen	205
c) Unterstützungs- und Widerstandslinien	212
III. Zusammenfassende Kritik der Technischen Analyse	217
1. „Erklärung“ durch Analogien und Begriffe?	217
2. „Prognose“ durch Gesetze oder Leerformeln?	223

Viertes Kapitel

Der Zufallsverlauf von Aktienkursen

I. Methodologische Aspekte der Random-Walk-These	229
1. Zum Anspruch der Random-Walk-These: Theorie oder Gesetz?	231
2. Wofür empirische Gesetzesaussagen ausreichen (Methodologischer Vergleich zwischen Random-Walk-These und Technischer Analyse)	239
3. Wofür empirische Gesetzesaussagen nicht ausreichen	241
II. Die frühe oder statistische Phase der Random-Walk-Literatur	249
1. Ansatzpunkte und Fragestellungen	249
2. Die Vorläufer	251
a) Die früheren Arbeiten von Bachelier und Working	251
b) Die Vorahnung der Random-Walk-These: Kendalls Untersuchung	252
aa) Kendalls Fragestellung	252

	Seite
bb) Datenmaterial und Untersuchungsergebnisse	253
cc) Kendalls Interpretation seiner Ergebnisse	253
dd) Die Kritik an der Untersuchung	254
3. Die programmatische Idee des Zufallsverlaufs von Aktienkursen: Die Untersuchung von Roberts	257
a) Roberts Fragestellung	257
b) Was ist ein Random-Walk?	258
c) Inwiefern ist ein Random-Walk unplausibel?	261
d) Roberts „Experimente“ und sein Ergebnis	264
4. Die orthodoxe Fassung der Random-Walk-These: Die Untersuchung von Osborne	267
a) Osbornes Fragestellung	267
b) Osbornes Modellannahmen	269
c) Die empirische Überprüfung der These	274
5. Die methodische Perfektionierung der Random-Walk-These: Die Untersuchung von Granger-Morgenstern	277
a) Die Fragestellungen von Granger-Morgenstern	277
b) Die Methode der Spektralanalyse	278
c) Ergebnisse empirischer Untersuchungen	281
d) Die Implikationen der Ergebnisse	283
6. Die Diskussion über die Verteilung der Kursänderungen: Die Untersuchungen von Mandelbrot und Fama	287
a) Mandelbrots Ansatzpunkte	287
b) Die konkurrierenden Verteilungshypothesen	288
c) Empirische Belege für die Pareto-Hypothese	294
d) Versuch einer Beurteilung	301
7. Nicht-lineare Abhängigkeiten, Technische Analyse und Filterregeln: Die Untersuchungen von Alexander	303
a) Anknüpfungspunkte und Fragestellungen	303
b) Die Filtertechnik	305
c) Alexanders erste Ergebnisse	307
d) Die Korrektur der Ergebnisse	309
e) Methodologische Beurteilung der Diskussion	313
8. Unbestimmtheitsbereiche und Trends: Die Untersuchung von Cootner	317
a) Anknüpfungspunkte und Fragestellungen	317
b) Cootners Modell	318

	Seite
c) Die empirische Überprüfung	320
d) Versuch einer Beurteilung des Beitrags von Cootner	325
9. Empirische Untersuchungen über die Kursverläufe deutscher Aktien	327
a) Ansatzpunkte und Fragestellungen	327
b) Die spektralanalytische Untersuchung von Schips-Stier	328
c) Die Untersuchung der Unabhängigkeit durch Conrad-Jüttner	329
d) Die Untersuchung des Trägheitseffekts durch Böttcher	332
e) Die Untersuchung der Trennhypothese durch Kahnert	336
f) Versuch einer Beurteilung der deutschen Untersuchungen	339
10. Zusammenfassender Überblick über die Arbeiten aus der „statistischen Phase“	341
III. Interpretation und Verallgemeinerung der Random-Walk-These	349
1. Die Abschwächung der Random-Walk-These und ihre Implikationen für die Möglichkeit der Technischen Analyse	349
2. Die Verallgemeinerung der Random-Walk-These zur Theorie des Antizipationsgleichgewichts	355
a) Der Arbitragebeweis	355
aa) Die Gleichgewichtsbedingungen	355
bb) Der Arbitrage-Mechanismus	358
cc) Beurteilung der Ergebnisse	361
b) Samuelsons Beweis für die zufälligen Schwankungen „richtig“ antizipierter Kurse	362
aa) Vorbemerkungen	362
bb) Voraussetzungen	363
cc) Beweis	366
dd) Verallgemeinerungen und Implikationen	368
ee) Übertragbarkeit auf Aktienkurse	370
3. Die Verallgemeinerung der Random-Walk-These zur These von der Kapitalmarkteffizienz	375
a) Die allgemeine Formulierung der Effizienzthese	375
b) Die Konkretisierung der allgemeinen Effizienzthese	381
c) Die empirische Überprüfung der Effizienzthese	379
aa) Vorbemerkungen	379
bb) Die empirische Überprüfung der mittelstrengen Effizienzthese	380
cc) Die empirische Überprüfung der strengen Effizienzthese	390

	Seite
IV. Zur Beurteilung der Effizienzthese	394
1. Über richtige und falsche Interpretationen der Effizienzthese	399
a) Die Gefahr der Fehlinterpretation der Effizienzthese	399
b) Die „bescheidene“ Interpretation der Effizienzthese	401
c) Die Verwendung des Begriffs „Information“ in der Effizienzliteratur	403
d) „Unbescheidene“ Interpretationen der Effizienzthese	413
2. Über richtige und falsche Folgerungen aus der Effizienzthese	413

Schluß

Zusammenfassung der Ergebnisse der Arbeit in 12 Thesen

<i>Literaturverzeichnis</i>	423
<i>Sachregister</i>	447

Abkürzungsverzeichnis

AER	The American Economic Review
AR	The Accounting Review
DJIA	Dow-Jones Industrial Average
EJ	The Economic Journal
FAJ	Financial Analysts' Journal
HBR	Harvard Business Review
HdB	Handwörterbuch der Betriebswirtschaft
HdSW	Handwörterbuch der Sozialwissenschaften
JAR	Journal of Accounting Research
JASA	Journal of the American Statistical Association
JFQA	Journal of Financial and Quantitative Analysis
JLE	The Journal of Law and Economics
JoB	The Journal of Business
JoF	The Journal of Finance
JPE	Journal of Political Economy
NBER	National Bureau of Economic Research
NYSE	New York Stock Exchange
OR	Operations Research
P&P	Papers and Proceedings
QJE	The Quarterly Journal of Economics
RES	The Review of Economic Studies
RevEcStat	The Review of Economics and Statistics
SEC	Security Exchange Commission
SEJ	The Southern Economic Journal
S&P	Standard & Poor's
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZfgStW	Zeitschrift für die gesamten Staatswissenschaften
ZfhF	Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung
ZfN	Zeitschrift für Nationalökonomie