

# **Die Signifikanz des Januareffekts bei kotierten Schweizer Firmen**

Bachelorarbeit

in

Financial Economics – Studienrichtung: Banking & Finance

am

**Institut für schweizerisches Bankwesen**

**der Universität Zürich**

bei

**PROF. DR. FELIX KÜBLER**

*Verfasser:* Jan Furrer

## Executive Summary

Der Finanzmarkt ist in letzter Zeit von starken Schwankungen geprägt. Nebst dieser Volatilität des Marktes haben sich im Laufe der Jahre wiederkehrende Abweichungen von der Normalität des Marktes herauskristallisiert. Diese Abweichungen vom normalen Marktverlauf werden Marktanomalien genannt.

Die folgende Arbeit befasst sich mit einer der wohl bekanntesten Marktanomalie – dem Januareffekt. Der Januareffekt besagt, dass Firmen im Januar eine höhere Rendite als in den anderen elf Monaten erzielen. Insbesondere bei börsenkotierten Kleinfirmen ist eine starke Ausprägung des Effekts ersichtlich.

Die theoretischen Grundlagen der Arbeit in *TEIL I: THEORIE* entstammen der bekannten Effizienzmarkthypothese nach Fama (1970). Dabei werden drei Formen (schwache, halbstarke und starke Form) der Markteffizienz unterschieden. Die Formen unterscheiden sich jeweils hinsichtlich der in den Wertschriftenpreisen verarbeiteten Informationsmenge.

Die schwache Form der Markteffizienz sagt aus, dass sämtliche vergangene Kursverläufe bereits in den Preisen enthalten sind. Somit kann aus Kursentwicklungen der Vergangenheit nicht auf Kurse in der Gegenwart oder Zukunft geschlossen werden.

Weiter sind in der halbstarke Form, nebst den vergangenen Kursverläufen, sämtliche öffentlich verfügbaren Informationen in den Wertpapierpreisen enthalten. Wobei zu erwähnen ist, dass durch Tests der halbstarke Form die verschiedensten Marktanomalien entdeckt und definiert worden sind.

Die starke Form beinhaltet die schwache und halbstarke Form der Markteffizienz. Zusätzlich sind bei der starken Form allfällige Insiderinformationen in den Preisen enthalten. Demzufolge umfasst die starke Form alle marktrelevanten Informationen. Folglich wird nach Fama ein Markt, welcher alle verfügbaren Informationen reflektiert, als effizient bezeichnet.

Der Januareffekt als anerkannte Marktanomalie existiert seit 1976. Rozeff und Kinney (1976) stellen in ihrer Studie der Aktien an der New York Stock Exchange (NYSE) fest, dass die Januarrenditen höher als in den übrigen elf Monaten sind. Seitdem wird der Anomalie grössere Beachtung an den Finanzmärkten geschenkt. Neuere Studien stammen unter anderem von Haugen und Jorion (1996) oder Schwert (2003).

Haugen und Jorion untersuchen anhand verschiedener Regressionsgleichungen die Existenz des Januareffekts an der NYSE im Zeitraum von 1926 bis 1993. Weiter testen sie, ob der Januareffekt nach „Bekanntwerden“ des Effekts im Jahre 1976 an Grösse abnimmt oder gar verschwindet. Sie stellen schlussendlich eine signifikante Existenz des Januareffekts fest. Des Weiteren tätigen sie die Beobachtung, dass der Effekt auch nach 1976 existiert. Das Paper von Haugen und Jorion dient als Grundlage der Berechnungen dieser Arbeit. Diese und weitere Studien werden unter *Teil II: BESTEHENDE EMPIRIE* ausführlich besprochen.

Die möglichen Gründe für die Existenz des Januareffekts sind vielseitig. Meistens werden zwei Hauptgründe genannt. Einerseits nach Branch (1977) die Tax-loss-selling-Hypothese, bei welcher steuerliche Aspekte Gründe für das Auftreten des Effekts sind. Branch ist der Meinung, dass der Verkauf von Wertschriften mit aufgelaufenen Wertverlusten die Preise im Dezember weiter drückt. Der Verkauf dieser Wertpapiere findet aufgrund von Steuervorteilen statt. Im Januar erfolgt gemäss Branch die Gegenbewegung beziehungsweise der erneute Kauf dieser Papiere. So steigen die Preise und die Rendite im Januar.

Eine weitere mögliche Begründung beschäftigt sich mit der verfügbaren Information im Januar. Die Informationshypothese diskutieren Rozeff und Kinney (1976) und Keim (1983) in ihren Studien. Gemäss den erwähnten Wissenschaftlern ist der Monat Januar ein Monat der „Unsicherheit“, da beispielsweise Informationen wichtiger Daten des Finanzjahres noch nicht verfügbar sind. Kleine Firmen mit geringer Informationsverbreitung sind daher eher riskant, aber ebenso attraktiv aufgrund der Unsicherheit ihrer Wertpapiere. Anleger investieren nun deshalb vermehrt im Januar in Aktien von Kleinfirmen und treiben so deren Preise und Renditen in die Höhe.

In *TEIL III: EIGENE EMPIRIE* folgen die eigenen, empirischen Untersuchungen. Die Basis für diese Tests bilden 255 Aktien des *Swiss All Share Index*. Dabei steht stets die Frage der Existenz des Januareffekts im Zentrum. Die monatlichen Renditen der jeweiligen Aktien im Zeitraum von 1990 bis 2009 sind Hauptbestandteil der Analysen. In einem ersten Schritt werden fünf und zehn Aktiengruppen – so genannte Quintile und Dezile – gebildet. Diese Bildung basiert auf der jeweiligen Firmengrösse (Marktkapitalisierung). Die grossen Firmen befinden sich in Quintil 1 bzw. Dezil 1, wobei die kleinsten in Quintil 5 bzw. Dezil 10 zu finden sind. Der Januareffekt wird daraufhin für jede Gruppe einzeln getestet. So soll

ein allfälliger Unterschied in der Existenz des Januareffekts hinsichtlich der Firmengrösse gezeigt werden.

Die ersten Berechnungen (Vergleich Mittelwerte) werden ohne den Nachweis statistischer Signifikanz durchgeführt. Bei diesen Berechnungen ist bereits ein Unterschied zwischen den durchschnittlichen Januarrenditen und Februar-Dezember-Renditen sichtbar. Die durchschnittlichen Januarrenditen sind in sämtlichen Quintilen und Dezilen jeweils grösser. Diese Tatsache wird unter 5.2. statistisch getestet. Bei diesen Untersuchungen kann ein statistisch signifikanter Unterschied der beiden Mittelwerte nachgewiesen werden.

Die wichtigsten Berechnungen sind unter Kapitel 6 zu finden. Ähnlich wie Haugen und Jorion (1996), definiert der Autor vier verschiedene Regressionsgleichungen, wobei die monatlichen Renditen die abhängigen Variablen darstellen. Anhand dieser Regressionsgleichungen wird mit der Dummyvariable „Januar“ die Existenz des Januareffekts bei Aktien des Swiss All Share Index geprüft.

Die Resultate der Regressionen aller Quintile und Dezile zeigen eine signifikante Existenz des Januareffekts bei den untersuchten Aktien. Die Grösse des Januareffekts nimmt nach 2007 infolge der Finanzkrise teilweise stark ab. Über den ganzen Zeitraum betrachtet, ist er jedoch existent. Auffallend ist, dass die Aktiengruppen mit den Kleinfirmen (Quintil 5 und Dezil 10) stets den höchsten Januareffekt auszuweisen haben. Zusätzlich steigen die Bestimmtheitsmasse  $R^2$  von Regression zu Regression an. Der Grund liegt in der Anzahl der erklärenden Variablen eines Regressionsmodells. Je mehr erklärende Variablen ein Modell enthält, desto höher ist das Bestimmtheitsmass.

Zusammenfassend ist bei den Aktien des Swiss All Share Index ein statistisch signifikanter Januareffekt im Zeitraum von 1990 bis 2009 festzustellen, der vorwiegend bei kleinen Firmen seine stärkste Ausprägung findet.