

# Der Januar-Effekt in der Schweiz

Bachelorarbeit in Banking & Finance



**Universität  
Zürich<sup>UZH</sup>**

**Universität Zürich**

Institut für Banking & Finance

Prof. Dr. Alexander F. Wagner

vorgelegt von:

Daniel Brändli

Ort, Abgabedatum:

Zürich, 22. August 2013

## **Abstract**

Der Januar-Effekt besagt, dass Aktien im Januar eine höhere Rendite abwerfen als in den übrigen elf Monaten. Diese Arbeit überprüft die Existenz des Januar-Effekts am Schweizer Aktienmarkt. Es wird die Ausprägung und Entwicklung des Effektes hinsichtlich verschiedener Unternehmenscharakteristiken wie Marktkapitalisierungsgrösse, Buchwert-Marktwert-Faktor und Branchenzugehörigkeit untersucht. Zur Analyse werden die monatlichen Renditen der Aktien des Swiss Performance Index (SPI) über einen Zeitraum von 2000 bis 2012 herangezogen. Es erfolgt weiter eine Unterteilung in zwei Subperioden, eine für die Zeit vor und eine für die Zeit nach Ausbruch der Finanzkrise. Die empirischen Befunde zeigen eine deutliche Januar-Saisonalität für die gleichgewichteten Aktien des SPI, wobei der Effekt infolge der Krise teilweise stark abnimmt.

# **Executive Summary**

## **Problemstellung**

Der Januar-Effekt ist die bekannteste und wissenschaftlich bedeutendste Kapitalmarktanomalie weltweit. Der Effekt besagt, dass Aktien im Januar eine durchschnittlich höhere Rendite aufweisen als in den Monaten Februar bis Dezember. Das erste Mal wurde der Januar-Effekt in den USA durch den Investmentbanker Wachtel (1942) bemerkt.

Rund vierzig Jahre später bemerkte Keim (1983), dass die Ausprägung des Januar-Effekts am amerikanischen Aktienmarkt negativ mit der Marktkapitalisierungsgrösse der Firmen in Verbindung steht. Fama und French (1993) konnten diese Entdeckung bestätigen und zeigten zusätzlich, dass die Höhe des Buchwert-Marktwert-Faktors (B/M-Faktor) der Firmen in einer positiven Beziehung zum Januar-Effekt steht. Weiter konnten Gultekin und Gultekin (1983) in einer Studie über das internationale Ausmaß der Januaranomalie erstmals auch in der Schweiz ein Januar-Effekt nachweisen, über die Periode von 1959 bis 1979. In einer weiterführenden Arbeit gelang es Agrawal und Tandon (1994) den Effekt für verschiedene Industriestaaten zu bestätigen, darunter auch für die Schweiz über die Jahre 1963 bis 1988.

An dieser Stelle knüpft die vorliegende Arbeit an, es wird untersucht, ob in der Schweiz auch nach der Jahrtausendwende ein Januar-Effekt existiert. Vorausgesetzt es existiert weiterhin eine solche Saisonalität, erfolgt eine differenzierte Untersuchung des Effektes bezüglich verschiedener Unternehmenscharakteristiken. Dabei wird die Ausprägung und die Entwicklung der Januar-Saisonalität in Zusammenhang mit der Marktkapitalisierung, dem Buchwert-Marktwert-Verhältnis und der Branchenzugehörigkeit analysiert. Die Entwicklung des Januar-Effekts wird anhand zweier Subperioden dargestellt, eine zeigt die Zeit vor und die andere die Zeit nach Ausbruch der Finanzkrise.

## **Vorgehen**

Um den Januar-Effekte in der Schweiz zu untersuchen, wurden die monatlichen Renditen der Aktien des Swiss Performance Index (SPI) über eine Betrachtungsperiode von 13 Jahren herangezogen (1. Jan. 2000 bis 31. Dez. 2012). Zuerst und als Voraussetzung für die weiteren Untersuchungen wird gezeigt, dass für den Schweizer Aktienmarkt tatsächlich ein signifikanter Januar-Effekt existiert.

Zur weiteren Analyse der Saisonalität in Bezug auf Unternehmenscharakteristiken werden die Aktien jeweils jährlich, am letzten Handelstag des Vorjahres, nach den Charakteristiken geordnet und in gleichgewichtete Portfolios unterteilt. Um den Januar-Effekt hinsichtlich der Firmengrösse zu prüfen, wurden Dezil- und Quintil-Portfolios basierend auf der Marktkapitalisierungsgrösse gebildet. Die 10 % bzw. 20 % Aktien mit der kleinsten Marktkapitalisierung befinden sich demnach im Dezil-Klein bzw. Quintil-Klein, und die 10 % resp. 20 % grössten Aktien sind im Dezil-Gross resp. Quintil-Gross. Für die Analyse in Bezug zum B/M-Verhältnis, wird nach dem gleichen Verfahren vorgegangen wie bei der Marktkapitalisierung. Es werden Dezil- und Quintil-Portfolios basierend auf dem B/M-Verhältnis gebildet, die Firmen mit den höchsten B/M-Faktoren (Value Stocks) sind in dem Dezil- resp. Quintil-Hoch, und jene Firmen mit den tiefsten Faktoren (Growth Stocks) sind in dem Dezil- resp. Quintil-Tief. Zur Untersuchung der Januar-Saisonalität im Zusammenhang mit der Branchenzugehörigkeit der Firmen, werden Branchenportfolios gemäss dem Industry Classification Benchmark gebildet. Um ferner auch die Entwicklung des Effekts zu zeigen, wird zudem eine Unterteilung in zwei Subperioden vorgenommen. Die erste Periode repräsentiert die Zeit vor der Finanzkrise von 2000 bis 2007 und die zweite Periode von 2008 bis 2012 zeigt die Entwicklung nach Ausbruch der Wirtschaftskrise.

Der statistische Nachweis erfolgt anhand mit Dummy-Variablen kombinierten Regressionsgleichungen nach der Methode der kleinsten Quadrate (OLS). Um die verschiedenen charakteristischen Ausprägungen und die Entwicklung des Effektes zu zeigen, werden die Regressionen an den einzelnen vorher definierten Portfolios durchgeführt. Neben den normalen OLS-Standardfehlern wurden zusätzlich die robusten Newey-West Standardfehler berechnet, um der in den Stichproben teilweise vorhandenen Heteroskedastizität und Autokorrelation Rechnung zu tragen.

## **Resultate**

Für die gesamte Stichprobe an gleichgewichteten Aktientiteln des SPI kann über die Periode vom 2000 bis 2012 ein stark signifikanter Januar-Effekt von 1.15 % beobachtet werden. Bei der Analyse des Januar-Effektes in Bezug zur Marktkapitalisierung der Unternehmen, zeigt sich über den gesamten Zeitraum, wie auch über die einzelnen Subperioden hinweg, ein Januar-Grössen-Effekt. Es besteht also stets ein negativer Zusammenhang zwischen der Marktkapitalisierungsgrösse der Schweizer Firmen und dem Ausmass der Januar-Saisonalität in den nicht-risikoadjustierten Renditen. Für die Ausprägung des Effekts in Zusammenhang mit dem Buchwert-Marktwert-Faktor, stellte sich im

Allgemeines heraus, dass die Portfolios mit durchschnittlichen B/M-Verhältnissen einen höheren Januar-Effekt aufweisen als jene Portfolios mit einem sehr hohen oder sehr tiefen B/M-Faktor. Die Ergebnisse bezüglich des Ausmasses des Januar Effekts in Zusammenhang mit der ICB Branchenzugehörigkeit zeigen über alle Perioden hinweg beachtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Branchen. Das Branchenportfolio Erdöl & Erdgas zusammen mit Versorgung ist das einzige Branchenportfolio, welches für alle Perioden einen persistent positiven Januar-Effekt aufweist. Auch die beiden grössten Branchen, die Industrieunternehmen und die Finanzdienstleister, zeigen im Branchenquervergleich über alle Perioden eine überdurchschnittlich hohe Januar-Saisonalität.

Bei allen Betrachtungen bezüglich der verschiedenen Unternehmenscharakteristiken geht der Januar-Effekt infolge der Krise stark zurück und schlägt teilweise sogar ins Negative um. So sind bei allen Betrachtungen in der Krisenperiode einige Portfolios mit signifikant negativen Januar-Saisonalitäten zu beobachten.

## **Allgemeine Beurteilung**

Von den vielfältigen Erklärungsansätzen und Hypothesen für das Phänomens Januar-Effekt, kann im Rahmen dieser Arbeit kein Ansatz definitiv bestätigt oder ausgeschlossen werden, da die explizite Überprüfung der einzelnen Erklärungsansätze nicht Thema der vorliegenden Arbeit ist. Dennoch können die verschiedenen Ansätze hinsichtlich ihrer Kompatibilität zu den Ergebnissen dieser Studie beurteilt werden.

Einzig die Tax-Loss-Selling-Hypothese kann zu gewissen Teilen ausgeschlossen werden, aufgrund der Steuerfreiheit von Kapitalgewinnen für Privatanleger. Dank der steuerlichen Gegebenheit entfällt zumindest für die privaten Investoren jeglicher Anreiz für Tax-loss-selling. Weiter sind die verschiedenen Ansätze, welche mit zunehmendem Preisdruck argumentieren, allgemein kritisch zu beurteilen. Denn der Umstand, dass der Januar-Effekt infolge der Krise in mehreren Portfolios eine signifikant negative Januar-Saisonalität aufweist, lässt sich mit diesen Hypothesen nur schlecht vereinbaren. Ein risikobasierter Erklärungsansatz kann ebenfalls nicht ausgeschlossen werden. Für den Autor scheint ein solcher sogar sehr wahrscheinlich, angesichts der Tatsache, dass mit solchen Ansätzen auch ein negativer Januar-Effekt erklärt werden kann.

Der Autor ist weiter der Überzeugung, dass es sich bei der Erklärung des Januar-Effektes um eine Kombination vieler verschiedener Ansätze handeln muss. Im Rahmen weiterer Forschungsarbeiten könnte man die verschiedenen Erklärungsansätze für den Januar-Effekt auf den Schweizer Aktienmarkt überprüfen.