Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis		xi
Verzeichnis der Tabellen		xvii
Verzeichnis der Abbildungen		xxi
Kapitel 1	Die Effizienzmarkthypothese: Einleitung und Grundlagen	1
Kapitel 2	Der Aktienmarkt und die "Overreaction"-Hypothese: Theorie und empirische Evidenz	27
Kapitel 3	Saisonale Aktienmarktineffizienzen: Darstellung und empirische Evidenz	87
Kapitel 4	Relative Aktienmarktineffizienzen: Theorie und empirische Evidenz	135
Kapitel 5	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	189
Anhang		203
Literaturverzeichnis		205

Inhaltsverzeichnis

Verzeichnis der Tabellen xvii

Verzeichnis der Abbildungen xxi

Kapitel 1: Die Effizienzmarkthypothese: Einleitung und Grundlagen 1

1. Einleitung, Ziel und Datengrundlagen 3

1.1. Aufgabenstellung und Ziel der Arbeit 5
1.2. Aufbau der Arbeit 5
1.3. Datenbasis 7

2. Die Effizienzmarkthypothese (EMH): Kurze Einführung in das Konzept und Überblick über die frühe Diskussion 10

2.1. Die Modellierung von FAMA 12

2.1.1. Schwache Effizienz ("weak-form efficiency") 14
2.1.2. Mittelstarke Effizienz ("semistrong-form efficiency") 15
2.1.3. Starke Effizienz ("strong-form efficiency") 15

2.2. Kritik und weitere Ansätze 16

2.2.1. Die formale Debatte: Der Beitrag der "Informationsökonomen" 16
2.2.2. Die Bedeutung von Informationskosten 18
2.2.3. Die Bedeutung von Transaktionskosten 21

3. Zum Begriff der Markteffizienz: Abschliessende Betrachtung zur Verwendung des Konzeptes 23

4. Aktienmarktineffizienzen: Identifikation und Selektion 25

Kapitel 2: Der Aktienmarkt und die "Overreaction"-Hypothese: Theorie und empirische Evidenz 27

1. Einleitung 29

2. Die "Overreaction"-Hypothese 32

2.1. "Excess Volatility" und "Mean Reversion": Darstellung der empirischen Phänomene 32

2.1.1. "Excess Volatility" 32
2.1.2. "Mean Reversion" 32

2.2. Ökonomische Fundierung und Erklärungsansätze zur Hypothese "überschiessender" Aktienmärkte 35

2.2.1. "Noise Trading" bzw. "Fads & Fashions"-Ansätze 35
2.2.2. Gleichgewichtsansätze mit rationalen Marktteilnehmern 39

(a) Ein Überblick 39
(b) Nachfrage nach Portfolio Insurance als Erklärungsansatz "überschiessender" Aktienmärkte 41

2.3. Zusammenfassung und Folgerung für die weitere Analyse 44

3. "Mean Reversion" - Empirische Evidenz für die Schweiz 46

3.1. Grundsätzliche Überlegungen zur Testmethodologie 46

3.1.1. Zur Bedeutung negativ autokorrelierter Returns 46
3.1.2. Stationäre und nicht-stationäre Prozesse: Trendspezifikation 47
3.1.3. Testspezifikation 50

3.2. Der Varianz Ratio-Test 52

3.3. Untersuchung mit Jahresdaten 54

3.3.1. Schätzung der empirischen Verteilung der Varianz Ratio-Teststatistik (Randomization-Experiment) 57
3.3.2. Darstellung der Testergebnisse 63

3.4. Untersuchung mit Monatsdaten 65

3.5. Erste Ergebnisanalyse und Interpretation für das weitere Vorgehen 70

4. Kombination von AR(1)- und Random Walk-Prozess 73

4.1. Darstellung des Preisbildungsprozesses 73

4.2. Die Bedeutung der transitorischen Komponente für die Varianz des Preisbildungsprozesses (Varianzdekomposition) 75

4.3. Schätzergebnisse aus der Varianzdekomposition 77

4.3.1. Berechnung auf der Basis von Jahreswerten 77
4.3.2. Berechnung auf der Basis von Monatswerten 80

5. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen 82

Kapitel 3: Saisonale Aktienmarktineffizienzen: Darstellung und empirische Evidenz 87

1. Einleitung 89

2. Monatliche Return Anomalie: Month-of-the-Year oder Januar Effekt 91

2.1. Empirische Untersuchung für die Schweiz 92

2.1.1. Testmethodologie und Vorgehen 92
2.1.2. Darstellung der Ergebnisse 102

2.2. Ansätze zur Erklärung des Januar Effektes 108

2.2.1. Das Risiko als erklärende Variable 108
2.2.2. Informationsveröffentlichung als erklärende Variable ("information hypothesis") 109
2.2.3. Institutionsbedingte Gründe als erklärende Variable 109

(a) Steuerbedingte Gründe (Die Tax-Loss-Selling Hypothese) 109
(b) Weitere, institutionsbedingte Gründe 111

2.2.4. Psychologische und weitere Gründe als erklärende Variable 112

3. Tägliche Anomalie: Day-of-the-Week Effekt oder Weekend Effekt 113

3.1. Empirische Untersuchung für die Schweiz 114

3.1.1. Testmethodologie und Vorgehen 114
3.1.2. Darstellung der Ergebnisse 118

3.2. Erklärungsansätze zum Day-of-the-Week Effekt 124

3.2.1. Der Informationsansatz 124
3.2.2. Ansätze aufgrund struktureller und institutioneller Gegebenheiten 125
3.2.3. Psychologische Erklärungsansätze 126

4. Weitere saisonale Anomalien 127

4.1. Der Holiday Effekt 127

4.2. Der Beweekly Effekt 128

4.3. Der Friday the Thirteenth Effekt 128

5. Zusammenfassende Darstellung der Ergebnisse 129
5.1. Der Month-of-the-Year Effekt 129
5.2. Der Day-of-the-Week Effekt 131

Kapitel 4: Relative Aktienmarktineffizienzen: Theorie und empirische Evidenz 135

1. Einleitung 137
2. Der Small Firm Effekt (Size Effekt) 139
2.1. Die Bedeutung der Transaktionskosten 142
2.2. Probleme bei der Schätzung des Risikos ("thin trading") 143
2.3. Empirische Untersuchung für die Schweiz 144
2.3.1. Testmethodologie und Vorgehen 144
2.3.2. Statistische Eigenschaften der Portefeuillereturns 148
2.3.3. Der Size Effekt - ein zyklisches Phänomen 152

3. Der Price/Earnings Effekt (P/E-Effekt) 157
3.1. Empirische Untersuchung für die Schweiz 158
3.1.1. Testmethodologie und Vorgehen 158
3.1.2. Statistische Eigenschaften der Portefeuillereturns 162

4. Der Dividend Yield Effekt (DY-Effekt) 169
4.1. Empirische Untersuchung für die Schweiz 169
4.1.1. Testmethodologie und Vorgehen 169
4.1.2. Statistische Eigenschaften der Portefeuillereturns 173

5. Relative Interdependenzen 179
6. Zusammenfassung und bisherige Ergebnisse 184
6.1. Der Small Firm Effekt 185
6.2. Der Price/Earnings Effekt 186
6.3. Der Dividend Yield Effekt 186
6.4. Relative Interdependenzen 187

Kapitel 5: Zusammenfassung und Schlussfolgerungen **189**

1. Zusammenfassung 191

2. Schlussfolgerungen für die Theorie effizienter Märkte 198

Anhang **203**

Literaturverzeichnis **205**

Verzeichnis der Tabellen

1.1	Überblick über die als Datenbasis zugrundeliegenden Titel in alphabetischer Reihenfolge	9
2.1	Varianz Ratios der jährlichen Indexreturns schweizerischer Aktien	55
2.2	Geschätzte Verteilung der Varianz Ratios für die Periode 1926-1990 (Randomization-Experiment)	60
2.3	Geschätzte Verteilung der Varianz Ratios für die Periode 1926-1946 (Randomization-Experiment)	61
2.4	Geschätzte Verteilung der Varianz Ratios für die Periode 1947-1990 (Randomization-Experiment)	62
2.5	Varianz Ratios der monatlichen Indexreturns schweizerischer Aktien für die Periode 1973-1990	69
2.6	Permanente und transitorische Return-Komponenten: Ergebnisse aufgrund der Untersuchung mit Jahresdaten für die Periode 1926-1990	78
2.7	Permanente und transitorische Return-Komponenten: Ergebnisse aufgrund der Untersuchung mit Jahresdaten für die Periode 1926-1946	79
2.8	Permanente und transitorische Return-Komponenten: Ergebnisse aufgrund der Untersuchung mit Jahresdaten für die Periode 1947-1990	79
2.9	Permanente und transitorische Return-Komponenten: Ergebnisse aufgrund der Untersuchung mit Monatsdaten für einen wertgewichteten Aktienindex (1973-1990)	80
2.10	Permanente und transitorische Return-Komponenten: Ergebnisse aufgrund der Untersuchung mit Monatsdaten für einen gleichgewichteten Aktienindex (1973-1990)	81
3.1	Month-of-the-Year: Regressions-Schätzwerte	94
3.2	Month-of-the-Year: Regressions-Schätzwerte	97
3.3	Month-of-the-Year: Regressions-Schätzwerte	99

3.4	Month-of-the-Year: Statistische Eigenschaften der Indexreturns	101
3.5	Month-of-the-Year: Statistische Eigenschaften der Portefeuillereturns	106
3.6	Day-of-the-Week: Regressions-Schätzwerte	115
3.7	Day-of-the-Week: Regressions-Schätzwerte	117
3.8	Day-of-the-Week: Statistische Eigenschaften der Indexreturns	118
3.9	Day-of-the-Week: Statistische Eigenschaften der Portefeuillereturns	122
4.1	Der Size Effekt: Empirische Evidenz im Ländervergleich	140
4.2	Zusammensetzung der Portefeuilles nach Marktkapitalisierung, Basis: Dezember 1973	146
4.3	Zusammensetzung der Portefeuilles nach Marktkapitalisierung, Basis: Dezember 1990	147
4.4	Veränderungen in der relativen Marktkapitalisierung, Dez. '73 bis Dez. '90	148
4.5	Statistische Eigenschaften der Portefeuillereturns: Gegliedert nach Marktkapitalisierung	149
4.6	Der Size Effekt: Empirische Evidenz für die Schweiz	151
4.7	Portfolioreturns und Small Firm Prämie im Jahresvergleich	153
4.8	Die Small Firm Prämie im Periodenvergleich	155
4.9	Zusammenfassung der Portefeuilles nach P/E-Ratios, Basis: Dezember 1973	159
4.10	Zusammenfassung der Portefeuilles nach P/E-Ratios, Basis: Dezember 1990	160
4.11	P/E-Struktur schweizerischer Aktien, Dez. '73 bis Dez '90, Durchschnittswerte	162
4.12	Statistische Eigenschaften der Portefeuillereturns: Gegliedert nach P/E-Ratios	163
4.13	Der P/E-Effekt: Empirische Evidenz für die Schweiz	165
4.14	Portfolioreturns und P/E-Prämie im Jahresvergleich	167
4.15	Zusammensetzung der Portefeuilles nach Dividend Yield, Basis: Dezember 1973	170

4.16 Zusammensetzung der Portefeuilles nach Dividend Yield, Basis: Dezember 1990 171

4.17 Dividend Yield-Struktur schweizerischer Aktien, Dez. '73 bis Dez. '90, Durchschnittswerte 173

4.18 Statistische Eigenschaften der Portefeuillereturns: Gegliedert nach Dividend Yield 174

4.19 Der Dividend Yield Effekt: Empirische Evidenz für die Schweiz 176

4.20 Portfolioreturns und Dividend Yield Prämie im Jahresvergleich 177

Verzeichnis der Abbildungen

2.1	Varianz Ratios der nominalen, jährlichen Indexreturns schweizerischer Aktien	56
2.2	Varianz Ratios und Signifikanz-Level der nominalen, jährlichen Indexreturns schweizerischer Aktien	64
2.3	Autokorrelationskoeffizienten der Indexreturns (wertgewichteter Index)	66
2.4	Autokorrelationskoeffizienten der Indexreturns (gleichgewichteter Index)	67
2.5	Varianz Ratios der nominalen, monatlichen Indexreturns schweizerischer Aktien	70
3.1	Januar Effekt: Wertgewichteter Index, Wahrscheinlichkeitsdichte der Tagesreturn-Mittelwerte	104
3.2	Januar Effekt: Gleichgewichteter Index, Wahrscheinlichkeitsdichte der Tagesreturn-Mittelwerte	104
3.3	Januar Effekt: Highcap.Portefeuille, Wahrscheinlichkeitsdichte der Tagesreturn-Mittelwerte	107
3.4	Januar Effekt: Lowcap. Portefeuille, Wahrscheinlichkeitsdichte der Tagesreturn-Mittelwerte	107
3.5	Day of the Week Effekt: Wertgewichteter Index, Wahrscheinlichkeitsdichte der Tagesreturn-Mittelwerte	120
3.6	Day of the Week Effekt: Gleichgewichteter Index, Wahrscheinlichkeitsdichte der Tagesreturn-Mittelwerte	120
3.7	Day of the Week Effekt: Highcap.Portefeuille, Wahrscheinlichkeitsdichte der Tagesreturn-Mittelwerte	123
3.8	Day of the Week Effekt: Lowcap. Portefeuille, Wahrscheinlichkeitsdichte der Tagesreturn-Mittelwerte	123
4.1	Die Small Firm Prämie im Periodenvergleich	154
4.2	Die P/E-Prämie im Periodenvergleich	168
4.3	Die Dividend Yield Prämie im Periodenvergleich	178

4.4 P/E vs. Marktkapitalisierung 181
4.5 P/E vs. Dividend Yield 182
4.6 Dividend Yield vs. Marktkapitalisierung 183