

"אפקט ינואר"

פיקציה עיתונאית או עובדה סטטיסטית ?

מאת: רונן מנוח

כללי:

המחקר הראשון שהצביע על קיום אפקט ינואר (המכונה לפעמים גם אפקט תחילת השנה (turn-of-year)) פורסם בשנת 1976. הוא הקיף את התקופה 1904-1974, בה הניב מדד כלל המניות שנסחרו בבורסה לניירות ערך בניו יורק בחודש ינואר תשואה חודשית ממוצעת של 3.48%, בהשוואה ל-0.42% בלבד בכל אחד מאחד עשר חודשי השנה האחרים.

מחקר זה קיבץ יחדיו, במשקל-שווה (equal-weight), את כלל המניות, גדולות כקטנות. ב-1983 התפרסמו שלושה מחקרים שאישרו את קיום האנומליה והראו כי היא מיוחדת למניות קטנות דווקא. ברבות השנים התפרסמו מחקרים רבים שחזרו ואשרו את קיום התופעה, בשוקי מניות שונים בעולם, בעידנים שונים ובתקופות זמן שונות בתוך חודש ינואר עצמו; במיוחד בשבוע או בשבועיים הראשונים של השנה, שבהם מתרכז האפקט.

אחת מהבדיקות העדכניות ביותר, שהקיפה את השנים 1927-2001 מצאה "אפקט ינואר" מובהק וחיובי של כ-6% תשואת-יתר לאורך התקופה; גודלו השתנה משמעותית מעידן לעידן: בשנות השבעים הגיע לשיא של 8.8%. במקרה או שלא במקרה, הייתה זו התקופה שבה החלו כלכלנים לשים את לבם לתופעה ולחקרה.

במקביל לבדיקת התשואה, בדקו כמה מהחוקרים את סטיית התקן, המייצגת את התנודתיות במחירי המניות ואת הסיכון שבהן. הם גילו שבחודש ינואר קיימת לא רק תשואה גבוהה יותר אלא גם תנודתיות גבוהה יותר במחירי המניות הקטנות, אולם מידה נוספת זו של סיכון אינה גדולה מספיק כדי להסביר לבדה תשואה עודפת גדולה כל כך.

לאחר השיא בהיקף האפקט בשנות השבעים, חלה ירידה חדה ובשנות השמונים הצטמצמה תשואת היתר של המניות הקטנות בשני השבועות הראשונים של ינואר ל-4.4%. היה זה העשור שבו התפרסמו ספרים על התופעה, שנועדו לציבור הרחב ולא לאקדמאים. רבים ניסו את כוחם במימוש אסטרטגיית השקעות של קניית מניות קטנות בסוף השנה ומכירתם לאחר שבועיים או חודש. למרות שפעילי ארביטראז' אלה צמצמו את ממדי האפקט, הם לא העלימו אותו לגמרי, ויש אף ראיות שהוא התחזק בשנות התשעים לכדי 5.8%, קרוב למוצק ההיסטורי שלו.

אפקט ינואר היא הנטייה המוכחת של מדדי המניות להניב בחודש ינואר תשואת יתר, לעומת שאר חודשי השנה.

תופעה זו, אשר תקפה בעיקר (ויש אומרים רק) **במניות הקטנות**, היא אחת ממספר אנומליות, הסותרות את תאוריית השוק היעיל ומעידות על קיומם של גורמים נוספים המשפיעים על מחירי מניות, שאינם באים לידי ביטוי במודל לתמחור נכסים פיננסיים (CAPM), המודל הסטנדרטי לתמחור ניירות ערך.



ניתוח מדד תא-100 ומדד תא-25 בבורסה בתל אביב:

ניתוח נתוני שער הסגירה בחודשי ינואר במשך 15 השנים האחרונות ב מדדים המובילים ב בורסה בתל אביב, מציג תמונה מעט שונה מהאמור במבוא לסקירה זו:

מדד תא-100

מדד תא-100 הוא המדד המייצג את 100 החברות בעלות שווי השוק הגדול ביותר בבורסה בתל אביב (והוא כולל את מניות מדד תא-25 ומניות מדד תא-75).

בחנית שיעור השינוי בחודשי ינואר ב- 15 השנים האחרונות במדד זה, מעלה כי בממוצע יורד המדד בחודש ינואר בשיעור של 0.05% - .

לאורך השנים 1996-2009, סגר מדד תא 100 בעליות שערים 8 פעמים (בשיעור עליה ממוצע של 4.67%) ואילו ב- 6 פעמים סיים חודש ינואר בירידות שערים (בשיעור ירידה ממוצע של 4.17%).

מסקנה – לא ניתן להצביע על מובהקות לקיומו של "אפקט ינואר" במדד תא-100.

מדד תא-25

מדד תא-25 (מעו"ף) מייצג את 25 החברות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר בבורסה בתל אביב, והוא נחשב למדד המייצג את שוק ההון הישראלי.

בחנית שיעור השינוי בחודשי ינואר ב- 15 השנים האחרונות במדד זה, מעלה כי בממוצע יורד המדד בחודש ינואר בשיעור של 1.37% - .

לאורך השנים 1996-2009, סגר מדד תא-25 בעליות שערים 6 פעמים (בשיעור עליה ממוצע של 3.18%) ואילו ב- 7 פעמים סיים המדד בחודש ינואר בירידות שערים (בשיעור ירידה ממוצע של 5.92%). בשנת 2006 סיים המדד את חודש ינואר בשינוי מזערי של 0.02% ולמעשה ללא שינוי.

מסקנה – לא ניתן להצביע על מובהקות לקיומו של "אפקט ינואר" במדד תא-25.

בברכה,

רון מנוח

נספח א:

גרף חודשי מדד תא-100 מול מדד תא-25 ([ראה קישור](#))

