

## 月替り効果の季節性

株式市場において、月末前後の株価パフォーマンスが高い（「月替り効果」）ことが知られている。これは、投資家の資金ニーズなどが月末近辺に発生することが原因となっているのではないかとされている。ただ、こうした「月替り効果」に季節性があるのかどうか、という点についてはこれまで分析されてこなかった。そこで、本研究では「月替り効果」の季節性について分析を行う。本研究の分析の結果、月替り効果は株価の季節性からは独立であることが確認された。したがって、こうした独立なアノマリーを複数用いることで、高い運用成果を得ることが可能となる。

### 第1章 はじめに

株式市場において、月末前後の株価パフォーマンスが高い（「月替り効果」）ことが知られている。これは、投資家の資金ニーズなどが月末近辺に発生することが原因となっているのではないかとされている。ただ、こうした「月替り効果」に季節性があるのかどうか、という点についてはこれまで分析されてこなかった。そこで、本研究では「月替り効果」の季節性について分析を行う。

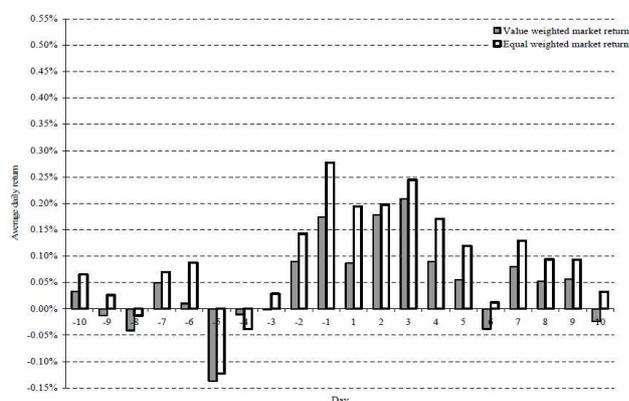
本研究の分析の結果、月替り効果は株価の季節性からは独立であることが確認された。したがって、こうした独立なアノマリーを複数用いることで、高い運用成果を得ることが可能となる。

### 第2章 先行研究

月替り効果について、最初に分析した研究は、Lakonishok and Smidt(1988)であると言われている。その後、McConnell and Xu(2006)などで、月替り近辺のリターンは顕著に高く、それ以外の日にはリターンが殆どゼロであることや、月替り効果は大型株・小型株、低位株・値高株、米国株・海外株のいずれでも起きていることが確認されている。

また、新興国市場においても、月替り効果が存在することは、Zafar et al.(2009)（パキスタン株市場）、Aydogan(1999)（トルコリラ為替市場）、Bildik（トルコ株市場）などによって確認されてきた。

図1 月末近辺の株価騰落率 (McConnell(2006)より)



### 第3章 日本市場における月替り効果

このように先行研究では、日本市場を含めて「月替り効果」が有効であるされているが、ここでは再度、日経平均株価を用いて、「月替り効果」を分析してみる。

図2 月末近辺の日経平均騰落率

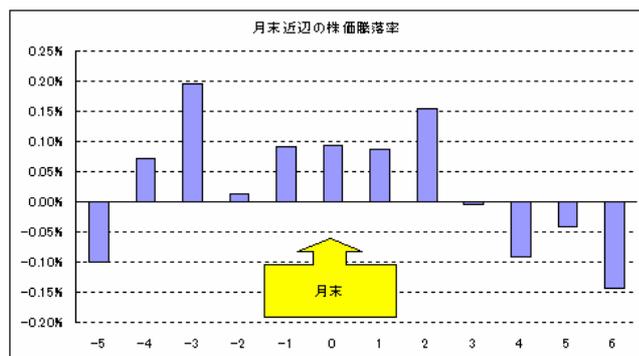


図2に、日経平均株価の1984年1月～2011年11

月のデータを基に、月末近辺の日次株価騰落率を集計した。先行研究の主張どおり、日経平均を分析対象とした場合でも、月末近辺の株価騰落率が高く、「月替り」効果が有効であることが確認できた。そこで、月末±3営業日の合計7営業日の期間を月末近辺と捉え、以後「月替り効果」を分析していく。

#### 第4章 月替り効果の季節性の有無

本研究の目的は、「月替り効果」には季節性が見られるのかどうか確認すること、および、こうした季節性をうまく組み合わせることで、高い投資成果を実現できるのかどうか、という点を分析することである。

株価の季節性を考慮する際、最も顕著な季節性は「ハロウィン効果」と呼ばれる季節性であると、われわれは考えている。ハロウィン効果とは、夏の期間（11月～4月）の株価騰落率が冬の期間（5月～10月）より、有意に高いアノマリーのことを指す。

それでは、ハロウィン効果と「月替り効果」はどのような関係になっているのだろうか。ここでは、「月替り効果」が夏の期間と冬の期間でどの程度異なるのか、という点について分析を行なった。

図3 月替り効果の季節性

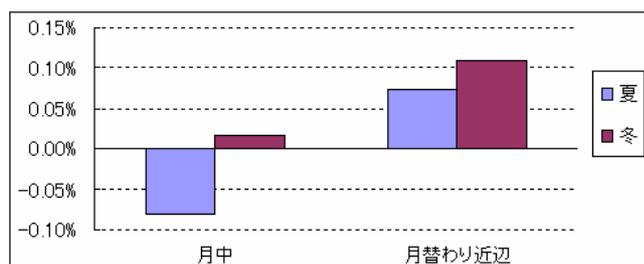
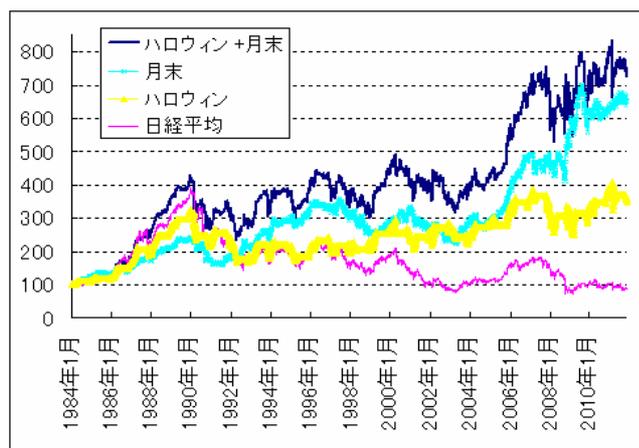


図3をみると、いくつかの点に気がつく。まず、月中、月末近辺ともに、冬の期間のほうが夏の期間よりもパフォーマンスが良い点である。これは、ハロウィン効果によるものである。

次に、月末近辺の株価騰落率をみると、冬のほうが夏よりも高いが、両者ともに月中よりも高い騰落率を記録しており、「月替り」効果が夏・冬ともに有効であることも確かめることが出来た。

図4 月替り効果の季節性を利用した投資成果



さらに言えば、この4カテゴリーの期間のうち、平均パフォーマンスがマイナスとなっているのは、夏の月中のみである。したがって、他の3期間のみ株式を保有する戦略をとれば、高い運用成果を得ることが可能となる。こうした期待のもと、夏の月中以外の期間、株式を保有した場合のパフォーマンスを計算し、「ハロウィン+月末」として図4に示した。

期待通り、高い運用成果を得ることができた。この運用成果は、単にハロウィン戦略や月末効果だけを利用した場合よりも良好な成績となっている。

#### 第5章 結論

以上、本研究では「月替り効果」に季節性が見られるのかどうかという点の確認、および、こうした季節性をうまく組み合わせることで、高い投資成果を実現できるのかどうか、という点の分析をおこなってきた。「月替り効果」の季節性については、夏/冬のいずれの季節においても月中よりも月末近辺の株価パフォーマンスが高いことから、「月替り効果」は株価の季節性から独立して存在するものと想定される。そして、こうした株価の季節性と「月替り効果」を組み合わせることで、高い運用成果を実現できる可能性についても示唆することができた。

#### 参考文献：

McConnell, John. and Wei Xu, “Equity Returns at the Turn of the Month”, 2006