

1 月効果の有効性に関する批判的考察

株式市場の月別パフォーマンスを比較すると、1月のパフォーマンスが圧倒的に高い(1月効果)と言われてきた。この1月効果が生じる原因は、“投資家が節税対策として含み損を抱えた株式を一旦12月に売却し、1月に買い戻すという行動を取るため”(節税対策仮説)とされている。しかしながら近年、1月効果の存在自体にいくつかの疑問が投げかけられている。また、節税対策仮説にも疑問が多い。本研究では、こうした疑問をまとめるとともに、1月効果の有効性について批判的な観点から考察を加える。

第1章 はじめに

株式市場において、月別パフォーマンスを比較すると、1月のパフォーマンスが圧倒的に高いという“1月効果”が存在する(Rozeff and Kinney(1976))とされている。1月効果が生じる原因については、投資家が節税対策として含み損を抱えた株式を一旦12月に売却し、1月に買い戻すという節税対策をとる結果(Tax-loss selling 仮説)によるものと説明されることが多い。

ただ、こうした1月効果は近年、有効性が低下している。この有効性の低下は、1月効果の概念が普及するにつれて、投資家行動が変化してきたことによるものと説明されている。

一方で、1月効果と節税対策仮説との因果関係に対する疑問も提起されている。例えば、Bepari and Mollik(2009)は課税対象期間が6月に終了するバングラディッシュの税制に注目した上で、バングラディッシュ株に“7月効果”が存在しないことを主張している。同様に3月に課税対象期間が終了するインドにおいて“4月効果”が存在しないという先行研究もある。

さらに、Jacobsen and Zhang(2010)は英国の1693年以降の300年間以上の株価データを分析し、1月効果が出現したのは1830年代以降に過ぎないことを主張している。1693年から150年間は1月のパフォーマンスは年間最悪だった一方、12月のリターンは大きくプラスであった。また、英国でキャピタルゲイン課税が導入されたのは1965年からである上、当初は課税年末が3月とされていたことな

ど指摘し、1月効果と節税対策仮説との関連性に疑問を投げかけている。

こうした先行研究を受けて、本研究では1月効果の有効性について批判的な観点から考察を加える。

第2章 1月効果の実態

まず、1月効果の大きさを実際に見てみる。図1に英国および米国の1月の超過パフォーマンスの推移をJacobsen and Zhang(2010)から再掲した。

図1 英国・米国の1月の超過パフォーマンス推移

Figure 1. United Kingdom: 10-year moving average of the difference between January returns and the average returns for the other 11 months



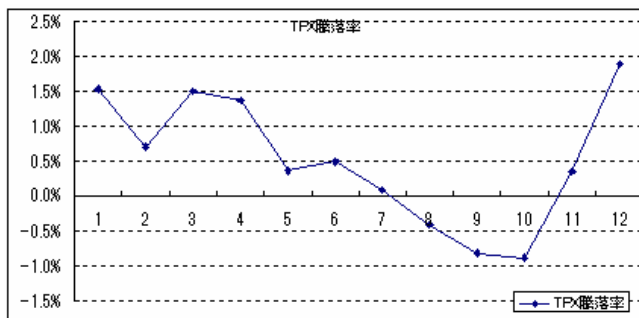
Figure 2. United States: 10-year moving average of the difference between January returns and the average returns for the other 11 months



(上：英国、下：米国)

図1から明らかなように、1月のパフォーマンスが高くなったのは、ここ200年間程度の現象である。さらに、直近10年に注目すれば、1月のパフォーマンスは再び、非常に低くなっている。

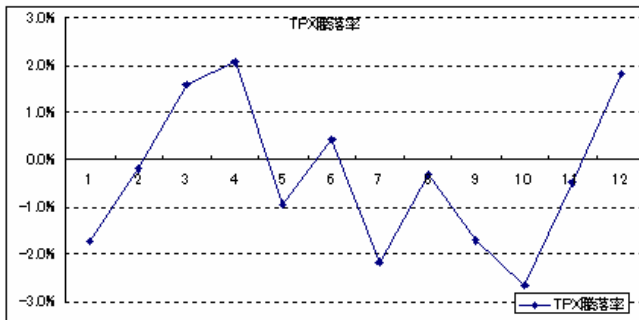
図2 日本株の月別騰落率 (1965年～2010年)



次に日本株についても月別の騰落率をみても。1965年以降のデータで見ると確かに1月の上昇率は大きい。

しかしながら、12月の株価上昇率も高いことを考えると、“投資家が節税目的のために12月に含み損を抱えた株式を売り1月に買い戻す”という節税効果仮説には疑問を感じる。また、このような含み損を実現させる際には、投資家は心理的な抵抗感に打ち勝つ必要がある。行動ファイナンスの研究を見ると投資家は、含み損を実現損とさせることには非常に消極的で、含み益を実現益にする行動には積極であることが知られている。こうした先行研究と節税対策仮説は矛盾する上、実際に節税対策で株式を売るという行動自体の機会費用も考慮すると、果たして節税対策仮説にどれほどの説得力があるのか、疑問である。

図3 日本株の月別騰落率 (2000年～2010年)



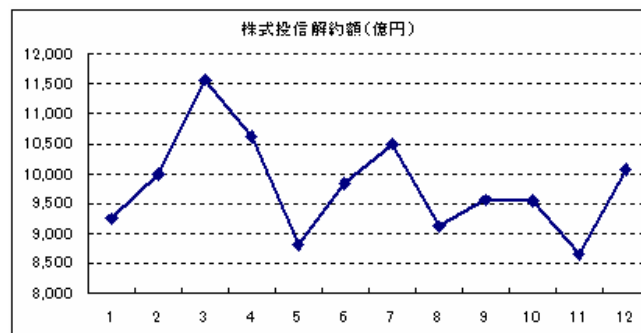
さらに、図3に示したように2000年以降のデータでみると、日本株の1月のパフォーマンスは顕著

に悪い。もっとも、この時期は日本株が下落傾向を辿っていたため、ほとんどの投資家が“節税”を意識する必要がないほど、トータルでのキャピタルゲインが小さかったと考えることも可能であるかも知らない。いずれにしても、1月効果の堅牢性は従来言われていたほど強いものではないことが確認できる。

第3章 投信販売額からの考察

投資家行動を見る際、1つの参考になるのが投資信託販売額である。仮に、投資家が投資信託で生じた損失も合算して課税申告するのであれば、12月には株式型投資信託の解約額が顕著に多くなるはずである。しかしながら、図3の解約額月別推移を見る限り、12月の解約額が顕著に多くなっているわけではない。この面からも節税対策仮説には疑問が持たれる。以上の要因を考慮すると、1月効果自体の継続性にも自信を持つことはできない。

図3 株式型投資信託の解約/販売額の月別推移



参考文献：

Bepari, Khokan and Abu Taher Mollik, “Seasonalities in the Monthly Stock Returns: Evidence from Bangladesh Dhaka Stock Exchange”, International Research Journal of Finance and Economics, 2009

Jacobsen, Ben and Cherry Zhang, “Are Monthly Seasonals Real? :A Three Century Perspective”, 2010