

## 月替り効果が強く出る期間の考察

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（「月替わり効果」）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。では、月替り効果が強く出る期間はいつからいつまでなのであろうか？ 本研究の分析により、日経平均株価を投資対象とするのであれば、月末の4営業日および月初2営業日の合計6営業日の「月替り効果」を享受することが有効であるものと考えられる。

### 第1章 はじめに

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・値嵩株、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、月変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。

### 第2章 日本市場における月替り効果

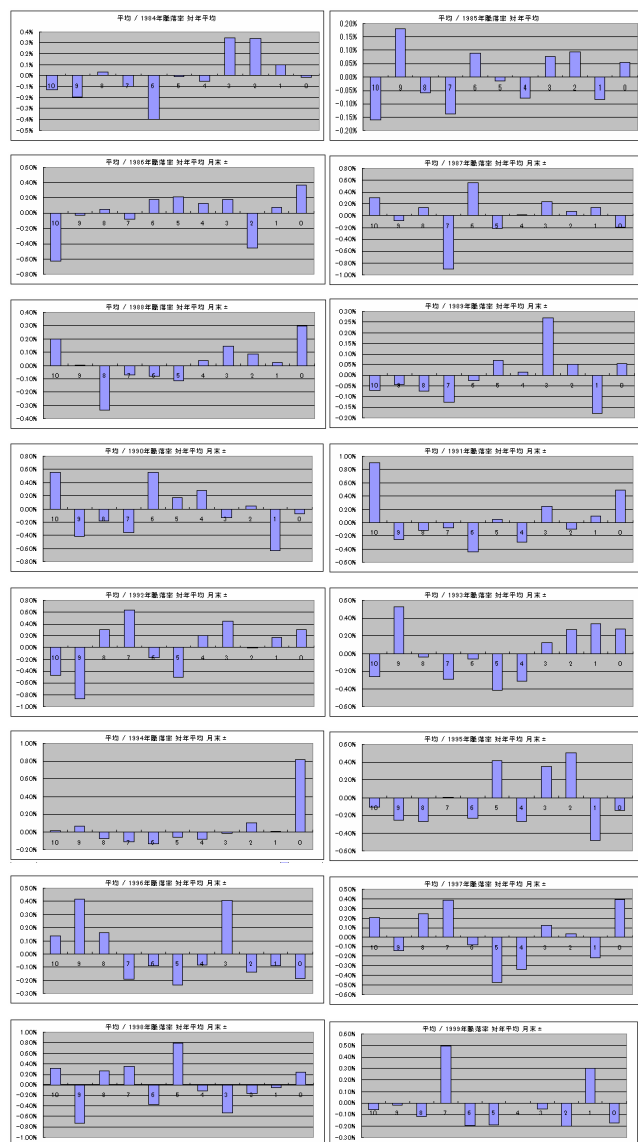
このように先行研究では、日本市場を含めて「月替り効果」が有効であるとされているが、ここでは再度、日経平均株価を用いて、「月替り効果」を分析してみる。

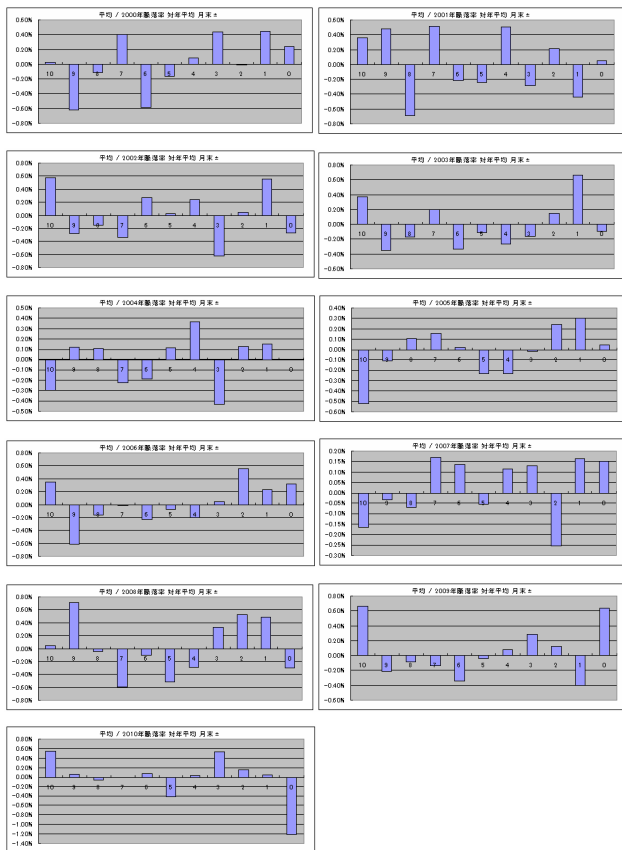
1984年～2010年までの各年における「月替り効果」を個々にみたものが図1である。図1では月末を0として、月末から±1営業日の2日間を1と表記、月末±2営業日の2日間を2と表記している。そして、各営業日の騰落率から各月の平均騰落率を差し引いた値を集計した。

図1から分かるように、1年ごとに分析すると必ずしも毎年、「月替り効果」が観察できるわけではない。したがって、数年間程度の短期的な投資ホライズンでは、「月替り効果」を享受できない可能性

がある。

図1 日本株の月替り効果の推移





しかしながら、10年超の投資ホライズンを考えると、月替り効果から大きな利益を得ることが可能と考えられる。

図2 日本株の月替わり効果

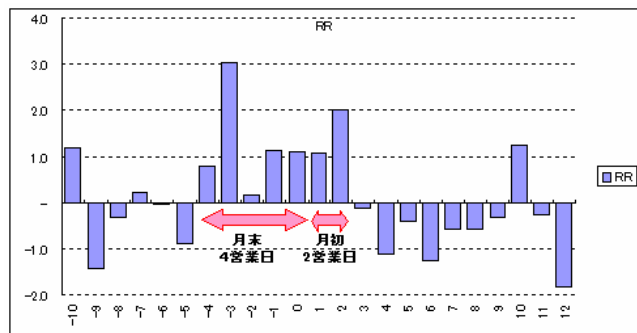


図2は、1984年1月から2011年11月までの月末近辺の株価騰落率を年率換算し集計した値を騰落率の標準偏差で除したものである。一般に、この値が1を超えるケースは、投資価値が高いと考えられる。図2のケースで考えれば、概ね月末4日間と月初2日間の合計6日間の投資価値が高いことが分かる。

ただし、米国株式などの分析では、“月替り前”よりも“月替り後”の期間において株価騰落率が大きい日が長く見られた。これが、日本株において

は“月替り前”の期間の方が“月替り後”の期間よりも「月替り効果」が有効な日の日数が多い傾向が見られることになる。

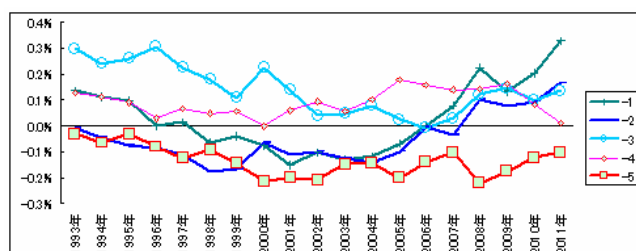
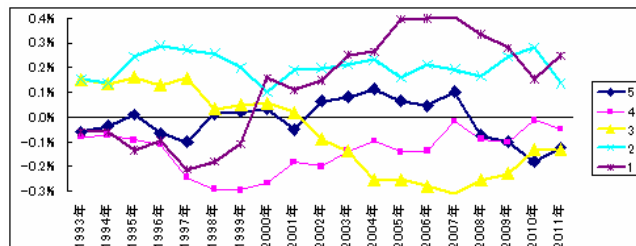
### 第3章 月替り近辺の日々の株価騰落率推移

更にここでは、月替り近辺の日々の株価騰落率の10年間の移動平均を図3でみてみる。まず、月替り後の株価推移から検討すると、“月末+1 営業日”および“月末+2 営業日”の株価騰落率が安定して推移していることが分かる。

次に、月末前の株価推移をみてみると、“月末 - 4 営業日”から“月末 - 1 営業日”までが比較的安定してプラスを記録している。

一方で、“月末 - 5 営業日”の騰落率や“月末+3 営業日”、“月末+4 営業日”のパフォーマンスはマイナスとなる傾向が見られる。

図3 月末+営業日別の株価騰落率の10年移動平均



以上を勘案すると、日本株市況においては、月替り効果を最も有効に活用するためには、月末の4営業日および月初の2営業日の合計6日間のパフォーマンスを享受することが望ましいものと考えられる。

#### 参考文献：

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