

## 節税行動に伴うトレンドフォロー戦略の有効性

投資家の節税行動は株価形成へ大きな影響を与えるものと言われている。すなわち、税務上の年度末にあたる12月には含み損を抱えた株式を売却して実現損とすることで、課税額を小さくする行動が取られる。結果として、12月にはこれまで下落してきた敗者株が更に下落しやすく、逆に上昇してきた勝者株は上昇しやすい傾向がある。こうした投資家行動が多国間の株式投資にも影響を与える場合の結果について検証を行う。

### 第1章 はじめに

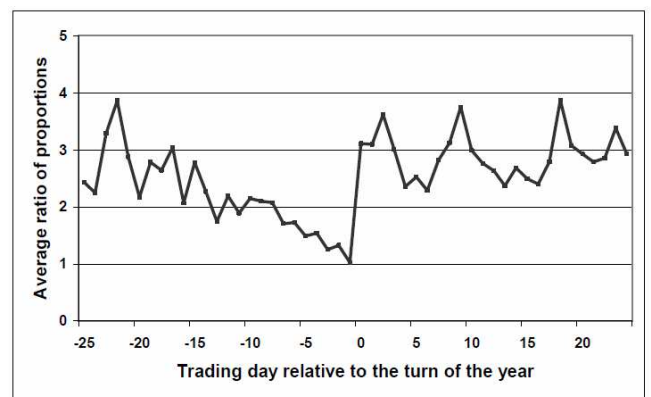
本研究では、国際分散投資を行う投資家を想定した場合、彼らが節税行動を取ることで、多国間の株式市況に影響を与え、過去に上昇してきた株式市場は12月にさらに上昇し、下落してきた株式市場は更に下落するのではないか、という疑問に対して検証を行う。

### 第2章 節税行動に伴う12月の株価の特徴

現在、日本におけるキャピタルゲイン課税の税率は10%とされているので、税金のことを意識することが少なくなっている。しかしながら、海外における税率は一般にかなり高率であるため、年末には節税行動が株価形成に大きく影響する。

Grinblatt and Keloharju (2004)では、フィンランドの株式市場を分析し、節税行動 (Tax-Loss Selling) が見られるものと主張している。すなわち、投資家が12月に損失確定の株式売却を行い、その投資家が同じ銘柄を買い戻す傾向が見られる。特にフィンランドのキャピタルゲイン課税の税率は29%と高率なこともあり、投資家には節税対策行動をとる動機が強い。もっとも、投資家行動には、Disposition 効果と呼ばれるバイアスが存在するため、12月を含めて全ての月で含み損を実現する行動よりも、含み益を実現する傾向が上回る。ただし、12月には節税行動に伴い、この傾向がやや弱まる。

図1. 年末近辺の投資家行動 (含み損実現/含み益実現)



Grinblatt and Keloharju(2002)より再掲  
この節税行動の結果、12月までに下落傾向が見られた敗者株 (loser 株) は通常月の5倍下落し、それまで上昇した勝者株 (Winner 株) は5倍上昇するものと分析されている。

### 第3章 国際トレンドフォロー戦略

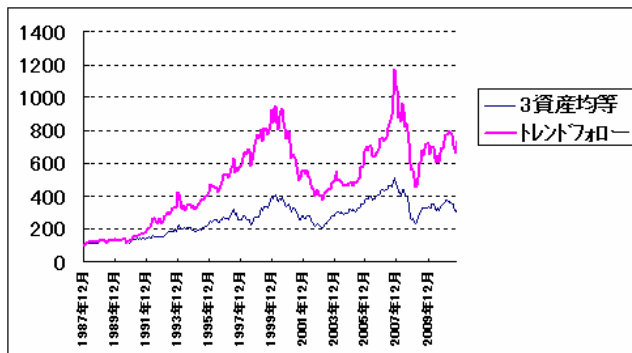
このように、12月には勝者株が更に上昇し、敗者株が下落する傾向が見られるので、勝者株を保有する戦略をとれば、12月には市場平均を上回るパフォーマンスを上げることが期待できる。こうした投資戦略をここでは、トレンドフォロー戦略と呼ぶことにする。本章では、トレンドフォロー戦略を多国間の株式市場に拡大した場合の有効性を検証する。

国際分散投資を行う投資家を想定するとき、彼らが12月に節税行動をとるとすれば、含み損の出ている銘柄を売却するはずである。売却後、同一銘柄を直ちに買い戻すのであれば、実質的にはポートフ

オリオの組入比率などには大きな影響は出ないため、売却銘柄がどこの国の銘柄であるか、という点にはあまりこだわらない。このような投資行動の結果として、これまで上昇してきた国の株価指数は12月に更に上昇する一方で、下落してきた国の株価指数はさらに下落するはずである。以上のような現象が実際に生じているのかどうか、分析を行なった。

分析対象として、1987年末～2011年10月までの日本株(TOPIX)、米国株(S&P500)、香港株(ハンセン指数)の3市場の株価指数を想定した。この3指数について、過去11ヶ月間の株価騰落率を計測し、その騰落率ランキングが最も高い指数を次の月に1ヶ月間保有する戦略をトレンドフォロー戦略と呼ぶ。このトレンドフォロー戦略による運用成果と3指数を常に均等ウェイトで保有した場合の運用成果とを比較した結果が図2の通りである。

図2. 国際トレンドフォロー戦略の投資成果



#### 第4章 国際トレンドフォロー戦略の月別 $\alpha$

次にトレンドフォロー戦略を採用した場合、3指数均等保有のケースに対して超過収益をどのタイミングで得ることが出来るのかという点を分析する。まず、超過収益を分析するために、トレンドフォロー戦略による投資成果を3資産均等保有の投資成果で除した数値を計算し、図3に掲載した。

次に、図3に掲載した超過収益を各月別に集計した結果を図4に掲載した。12月の超過収益は比較的大きな数値を示している。したがって、国際分散投資を行う投資家の節税行動が価格形成に影響を与えている可能性があることが分かる。

図3. トレンドフォロー戦略の超過収益推移

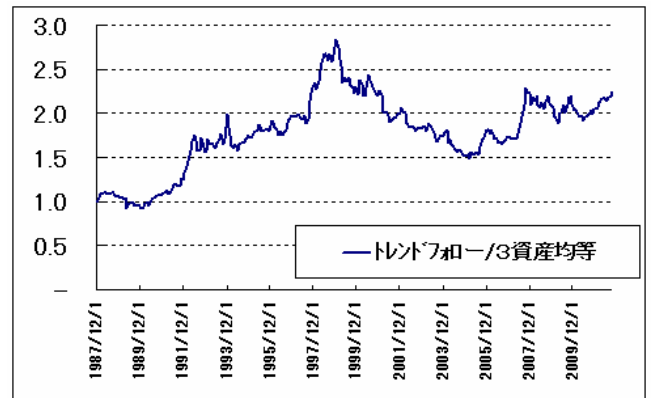
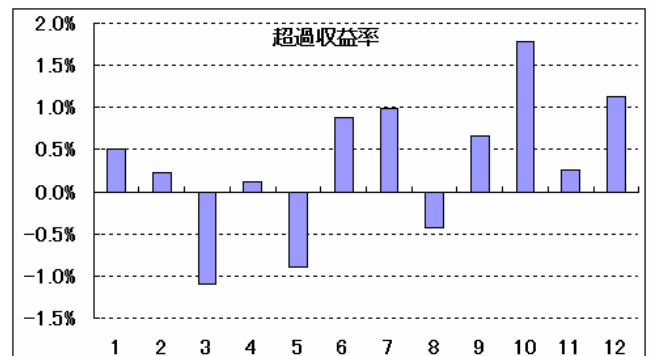


図4. トレンドフォロー戦略の月別超過収益率



#### 第5章 まとめ

以上、本研究では、国際分散投資を行う投資家の節税行動が、多国間の株式市場に影響を与え、12月には、過去に上昇してきた株式市場はさらに上昇し、下落してきた株式市場は更に下落するのではないか、という疑問に対して、国際トレンドフォロー戦略という概念を用いることで検証を行なった。分析の結果、国際トレンドフォロー戦略は、概ね年間を通じてパフォーマンスがよいものの、特に12月におけるパフォーマンスが高いことが示された。この結果は、投資家の節税行動から予想される結果と整合的である。

#### 参考文献：

Grinblatt, Mark, and Matti Keloharju, "Tax-loss trading and wash sales", 2004