

暦ベース TOM

株式市場や為替市場において、月末前後の株価パフォーマンスが高い（TOM：Turn of the Month「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。これまで、こうした「月替り効果」を計測する際に、月末からの営業日ベースでの近さが問題にされてきた。しかしながら、月末近辺に休日がある場合、暦ベースでの月末との近さと営業日ベースでの近さとの間には差異が存在する。そこで、本研究では「月替り効果」を計測する際に営業日ベースでの計測を行うのが望ましいのか、それとも暦ベースでの計測を行うのが望ましいのか、検討を加える。

第1章 はじめに

株式市場や為替市場において、月末前後のパフォーマンスが高い（「月替り効果」）ことは比較的広く知られている。従来は、こうした「月替り効果」を計測する際に、月末からの営業日ベースでの近さが問題にされてきた。しかしながら、月末近辺に休日がある場合、月末からの日数を暦ベースでの計測する場合と営業日ベースでの計測する際には差異が生じる。そこで、本研究では「月替り効果」を計測する際に営業日ベースでの計測を行うのが望ましいのか、それとも暦ベースでの計測を行うのが望ましいのか、検討を加える。

本研究の分析の結果、月替り効果を計測する際には、営業日だけではなく、暦ベースの日数も考慮に入れることが望ましいことが判明した。しかしながら、その差異は比較的小さいことも明らかになった。

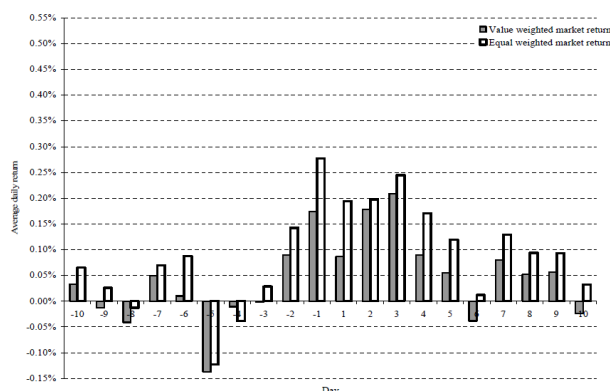
第2章 先行研究

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。

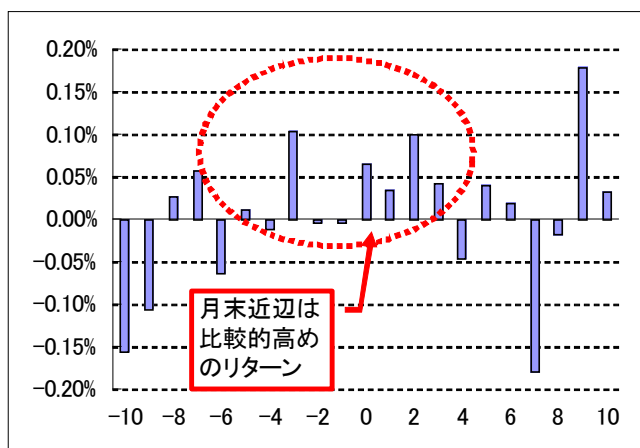
図1 月末近辺の株価騰落率 (McConnell(2006)より)



第3章 為替市場における月替り効果

このように先行研究では、日本株式市場を含めて「月替り効果」が有効であるされているが、本研究では豪ドル/円市況について、「月替り効果」を分析していく。図2に、豪ドル/円市況の1992年1月～2011年12月のデータを基に、月末近辺の騰落率を集計した。先行研究の主張どおり、豪ドル市況を分析対象とした場合でも、月末近辺の騰落率が高く、「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、本研究における「月替り効果」の分析対象期間とする。

図2 月末近辺の豪ドル騰落率



第4章 暦ベースの影響

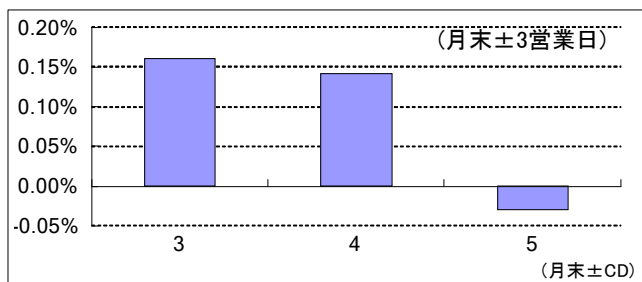
分析対象期間の月末近辺7日間について、月末からの暦ベースの日数で騰落率を分類したものが図3となる。この図の中で、月末±CDと記したものが、月末からの暦ベースでの日数である。

図3 月末近辺の豪ドル騰落率（暦ベースの影響）

	月末±CD	月末±CD					
		0	1	2	3	4	5
月末 ± BD	0	0.10%	-0.04%	0.05%			
	1		-0.05%	0.13%	0.12%		
	2			0.13%	-0.02%	-0.05%	
	3				0.16%	0.14%	-0.03%

ここから分かるように、月末±4や±5のケースは、他のケースに比べてパフォーマンスが悪い。このことを更に明瞭にするために、月末から3営業日目のケースに絞り、月末からの暦日数の違いによるパフォーマンスの違いを示したものが図4である。

図4 月末±3営業日目のパフォーマンス

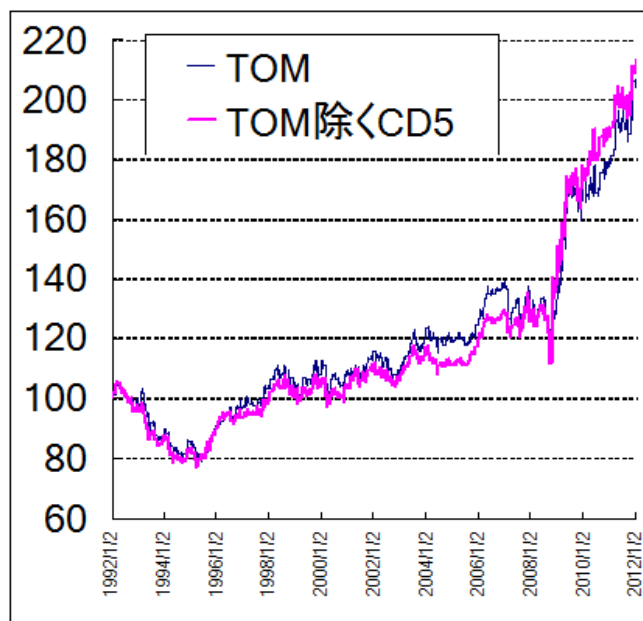


暦ベースの日数が長い月末±5日のケースでパフォーマンスが悪化していることが分かる。

第5章 暦ベースの日数を考慮した TOM

以上のように、月末からの暦ベースの日数は、為替市況のパフォーマンスに一定の影響を与えている可能性がある。ただ、この点はこれまでの TOM では考慮されることが少なかった。そこで、図6において、通常の TOM 戦略をとった場合と、TOM 戦略のうち月末±5 暦日の場合には投資を行わない戦略 (TOM 除く CD 5) のパフォーマンスを比較した。

図6 豪ドル TOM のパフォーマンス



図から分かるように、月末±5 暦日には投資を行わないことで若干、パフォーマンスが改善する可能性はある。しかしながら、その改善幅は小幅にとどまり、大きな差異にはならないことが判明した。

参考文献：

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