

株式市場における夏季 TOM 戦略

ハロウィン効果はカレンダー効果のなかでも、パフォーマンスの高さとその安定性が際立つ存在である。ただ、ハロウィン効果によれば株式保有を避けるべきとされる夏季においても、他のカレンダー効果を利用することで、一定のリターンを得られる可能性がある。本研究では、夏季の株式市場においても有効と考えられるカレンダー効果について検討する。

第1章 はじめに

将来の株価が予測可能であることは、行動ファイナンス分野の先行研究により実証されている。たとえば、Grinblatt and Moskowitz(2004)の分析によれば、1ヶ月以下の短期株価リターンや3年以上の長期株価リターンは、将来の株価に正の方向に影響する（順張り戦略が有効）一方で、過去12ヶ月間のリターンは将来のリターンとは反対方向に影響する（逆張り戦略が有効）とされている。

こうした株価トレンドの実証分析とは別に、カレンダー効果と呼ばれる株価の季節性に焦点を当てた研究も進みつつある。中でも“ハロウィン効果”と呼ばれる現象は世界各国で観察されており、統計的にも経済的にも有意性が高いとされている。

ハロウィン効果によれば、冬季には株式を単純に保有するだけで高いリターンが得られる。では、夏季については、株式の保有が出来ないのだろうか？また、もし夏季にも株式投資を行うとすれば、どのような投資戦略が考えられるのであろうか？

夏季に株式保有を継続すると、大きな損失をこうむる可能性がある。このため、他の何らかの投資戦略に頼る必要がある。このような観点から、本研究では夏季における月替り効果（TOM: Turn of the Month）の有効性について検証を行う。

第2章 TOM

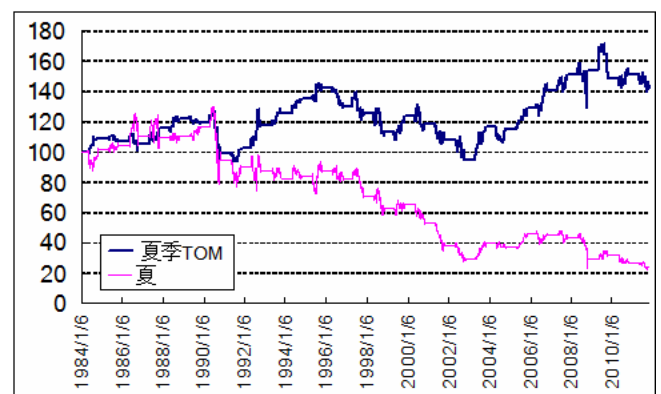
TOMとは、月末近辺の株価リターンが他の期間に比べて顕著に高い現象を指す。McConnell and

Wei (2006)によれば、TOMが生じる原因はよくわからないものの、資金フローや銘柄属性によるものではないとされている。過去90年間で見ると米国では、TOMの期間には平均0.473%のリターンが得られた一方で、それ以外の期間のリターンはマイナスとなることが報告されている。ただし、これは年間通じてTOMを利用した場合のリターンであり、夏季のみであっても有効な戦略かどうかという点については、別途検討する必要がある。

第3章 夏季の TOM 戦略

図1には、日本株式市場を例に取り、夏季の株価リターンと、TOMを夏季にのみ採用した場合の投資成果を示した。過去28年間のパフォーマンスを見ると、夏季に株式を保有し続けると▲80%の投資成果となるところを、夏季にTOMを行うことで+40%程度のリターンが得られる。

図1. 夏季の日本株の投資成果



このことから、TOM は夏季にも効果があることが確認できる。ただし、夏季に TOM 戦略をとる投資戦略が絶対収益ベースで魅力的かどうかという点、図 1 の結果を見る限り、リターンの割に安定感に欠ける感がある。そこで次章以降では、夏季 TOM のリターンの安定性を高める方法を検討していく。

第4章 TOM の期間別の投資成果

一概に、“夏季に TOM を行う”と言うものの、月末近辺のどの期間に株式ポジションを持つことが適切なのだろうか？ 前掲の図 1 では、月末±3 営業日間の株式リターンを享受するものと仮定したが、この期間設定は適切だろうか？

そこで、図 2 では株式のポジションを取る時期を 1 日ごとに変化させ、どのような投資成果が得られるか分析した。

図 2. 夏季 TOM の期間別の投資成果

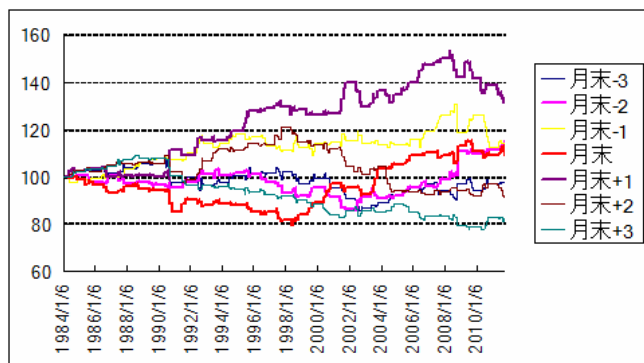
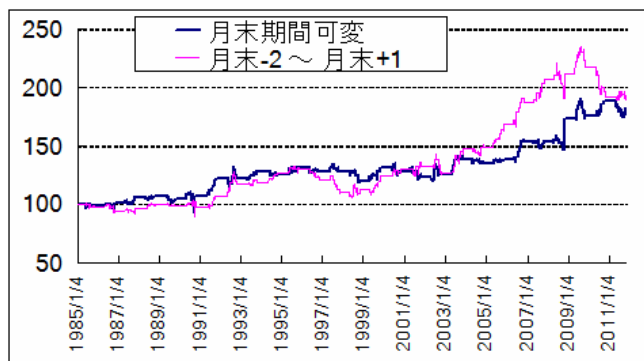


図 3 夏季 TOM 期間可変戦略



ここから分かるように、過去のパフォーマンスを見ると、“月末+1”すなわち、月初第 1 営業日のパフォーマンスが最も高くなっている。次いで、月末

-1、月末-2、月末などの投資成果もプラスとなる。

そこで、“月末-2 から月末+1 まで”の株価リターンを享受する投資戦略を考え、その投資成果を図 3 に示した。この投資戦略をとることで、夏季の投資成果は向上することが確認できる。

第5章 夏季 TOM の月末期間可変戦略

ただ、投資ポジションを取る時期を過去の In Sample 期間のデータから決めてしまうという手法では、将来のリターン予測方法として危険性も感じる。そこで、投資を行う際のそれぞれの時点で、過去 1 年間の Out of Sample データについて、各 TOM 期間で投資した場合の投資成果を比較し、平均以上の投資成果が得られた TOM 期間についてのみ株式ポジションを取る方法を考えた。たとえば、「月替り」の期間として月末-1 のパフォーマンスが優れているのであれば、月末-1 のみの株式リターンを得るようにポジションを取る。この投資戦略を“月末期間可変”戦略と呼び、その投資成果を図 3 に示した。

この戦略を取った場合の投資成果は、前述の“月末-2 から月末+1”まで投資をすることを決め打ちしてしまう戦略と同等程度となっている。一方で、投資リスクは低下している上、ポジションをとる期間の決定に際して Out of Sample のデータのみを利用しているため信頼性向上も高い。これらの点から、月末期間可変戦略は、夏季の株式投資手法として、一定の優位性を備えた戦略であると考えられる。

参考文献：

Grinblatt, Mark, and Tobin J. Moskowitz, 2004, "Predicting stock price movements from past returns: the role of consistency and tax-loss selling", *Journal of Financial Economics*, 71, 2004, pp541-579.
McConnell, John, J., and Wei Xu, 2006, "Equity Returns at the Turn of the Month", Working Paper Series.