

月別に見たカレンダー効果の国際比較

近年、“ハロウィン効果”や“月替り効果”、“週末効果”などのカレンダー効果と呼ばれるアノマリーが世界各国の株式市場などで報告され、学術的にもその存在に一定の認知が与えられつつある。だが、それらの季節性が組み合わさった場合の影響についてはいまだ十分な研究がなされているとは言い難い。そこで、本研究では、週末効果および TOM の月別リターンの大きさに焦点を当てた分析を行うことで、複数のカレンダー効果の複合的影響について検証する。本研究の分析の結果、日本市場においては月別に見た季節性が強く表れることが明らかとなった。

第1章 はじめに

株価変動には、カレンダー効果と呼ばれる季節性があることが知られている。たとえば、冬の期間（11月～4月）の株価パフォーマンスが、夏の期間（5月～10月）の株価パフォーマンスより高い現象は、“ハロウィン効果”と呼ばれ、統計的にも経済的にも有意性が高いとされている。こうしたハロウィン効果は世界各国で観察されている。また、月替り効果（TOM : Turn of the Month）と呼ばれる、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（McConnell and Wei (2006)）や、週末効果と呼ばれる、週後半の株価リターンが高い現象（週末効果、Drogalas(2007)など）も知られている。

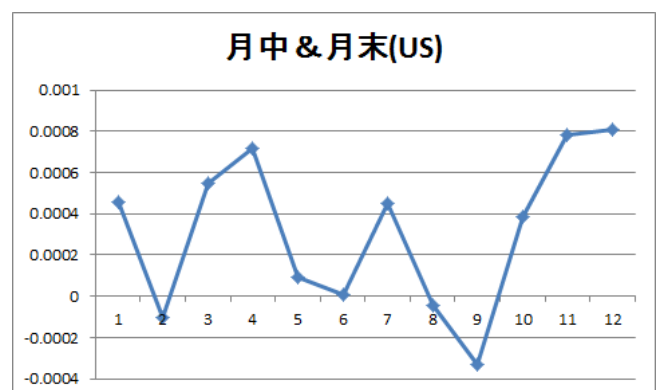
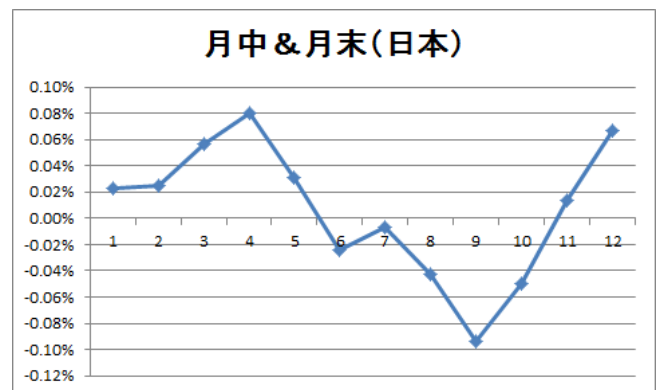
このように株式市場における季節性についてはそれぞれ個別の分析が進んでいる。だが、それらの季節性が組み合わさった場合の影響についてはいまだ十分な研究がなされているとは言い難い。そこで、本研究では、週末効果および TOM の月別リターンに焦点をあてて、分析を進める。

第2章 株価の月別リターン

まず、株式市場におけるすべての営業日の平均的なリターンを月別に確認しておく。図1に日米の両市場の株式騰落率を示した。ここから分かるように、ハロウィン効果は日本市場において特に顕著に表れている。すなわち、日本市場は株価の季節性がみ

られやすい市場であるということが出来る。なお、香港市場についても別途、確認しているが、やはり日本市場のような顕著な季節性はみられなかった。

図1 各国におけるハロウィン効果

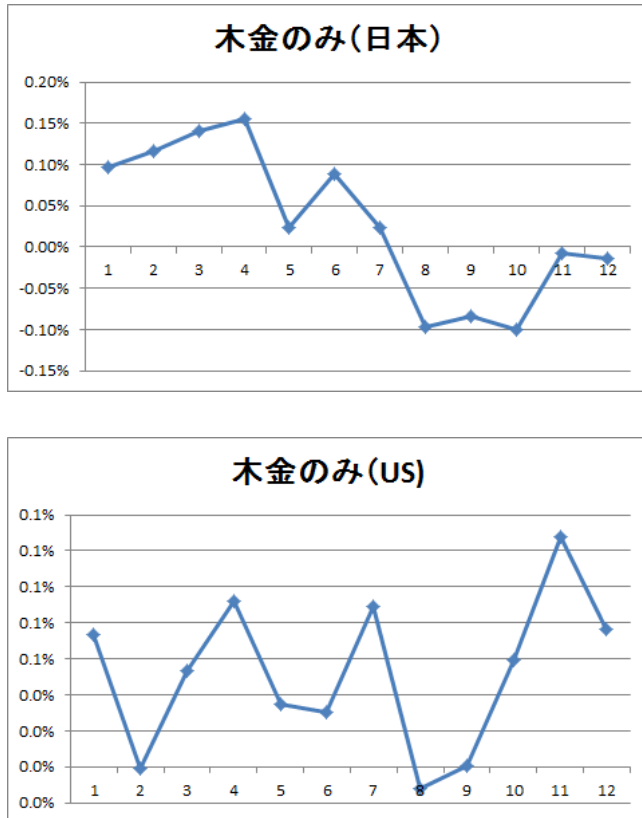


第3章 週末効果・TOM の月別推移

次に、週末効果の季節性を確認するために、株価

の週末リターンのみを月別に集計したものが図2である。集計方法としては、週末リターンのみを取り出して被説明変数とし、1月から12月までの12個のダミー変数で回帰分析を行ったうえで、各ダミー変数に推計式の切片を加えた数値を各月における週末効果のリターンとした。

図2 各国における週末効果



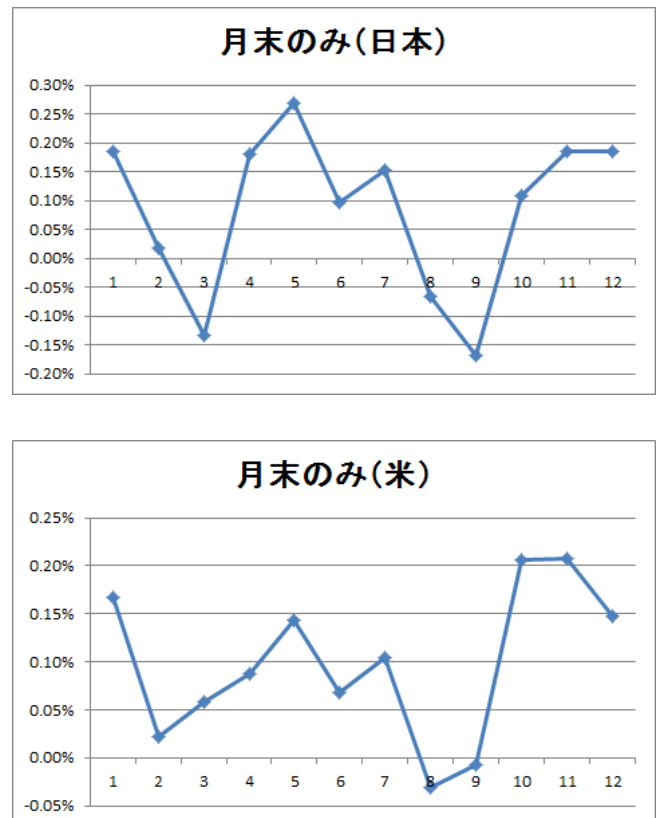
ここでも、日本市場は1月から7月まで週末のリターンがプラスとなり8月から12月までの週末効果はマイナスとなり、顕著な季節性が観測された。反面、米国市場における季節性が明瞭にはみられない。

次に、TOMの季節性を見るために、月末±3営業日における騰落率のみ取り出し、各月ごとに集計した。結果は図3に示した通りである。ここでも日本市場における株価の季節性が強く表れている。すなわち、年間を通じてみると3月および9月をボトムとする半年周期の季節性がみられる。米国市場についても半年周期の季節性があるようにも見えるが、日本市場と比較すると不鮮明だ。

以上、見てきたように日本市場においては、ハロ

ウィン効果自体が顕著にみられるほか、週末効果やTOMについても季節性が強く表れるという特色がみられた。日本市場における季節性の強さの原因については本研究の範囲を超えるが、会計年度の違いや気候変動の顕著さ、日本人の遺伝的特性などの要因が複合的に影響を与えている可能性が考えられる。

図3 各国における週末効果



参考文献：

McConnell, John, J., and Wei Xu, 2006, "Equity Returns at the Turn of the Month", Working Paper Series.
Drogalas, Gege, 2007, "Seasonalities in stock markets: the Day of the Week Effect"