

## ハロウィン効果は消滅するのか？

カレンダー効果が世に知られるようになった結果、こうしたアノマリーが消滅しつつあると指摘されるようになってきた。そこで本稿では、ハロウィン効果をはじめとしたカレンダー効果の有効性が本当に弱まっているのかどうか、検証する。本稿の分析の結果、月曜効果は消滅しつつあるようだが、月末効果やハロウィン効果は依然として有効性を維持していることが明らかとなった。

### 第1章 はじめに

株式市場におけるハロウィン効果や月替わり効果 (TOM)、月曜効果などのアノマリーは一般にカレンダー効果と総称され、広く知られている。こうしたカレンダー効果が、将来にわたる有効性が保たれるのであれば、有効な投資手法となる。Olson et.al(●●●●)は、カレンダー効果は5つのステージを経て徐々に消滅していくという仮説を提示した上で、米国株式市場における月曜効果はすでに有効性が失われていると主張している。

本稿ではこうした先行研究を受けて、米国市場におけるカレンダー効果の大きさを時系列で分析する。この結果、米国市場では月曜効果の有効性が不明瞭になっているものの、TOM やハロウィン効果は依然として有効性が失われていないことが明らかとなった。

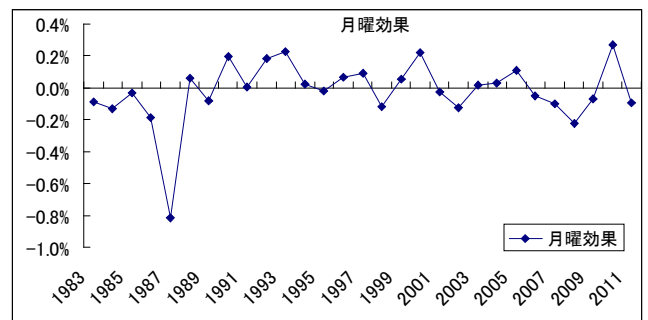
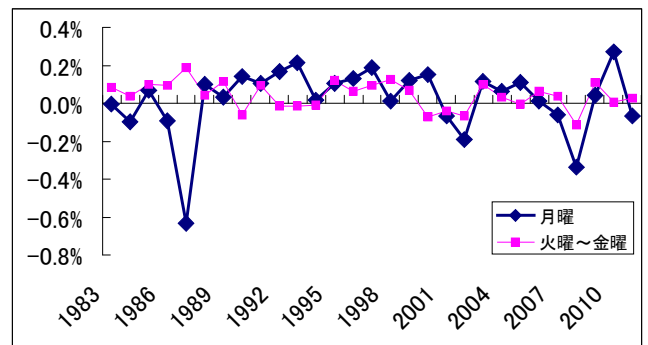
### 第2章 月曜効果

まず、米国株式市場における月曜効果の有効性を見るために、株式の日次リターンの平均値を月曜日とその他の曜日とで比較する。こうした比較を1983年以降、各年別に集計したものが図1である。

図1を見ると、米国株式市場において、月曜効果は1980年代からそれほど顕著な傾向が見られたわけではないことがわかる。すなわち、近年になって月曜効果の影響が小さくなったというよりは、従来からそれほど大きな影響はなかったと考えることが妥当だろう。また、月曜効果の影響が極端に大きく出ている年は1987年であるが、この年は株価が

大きく下落したブラックマンデーを含む年であり、全体の中でも特異なデータと考えるべきだろう。この1987年を除外すると、いずれの年においても月曜効果の影響は限定的だ。

図1. 米国市場における月曜効果の年別推移

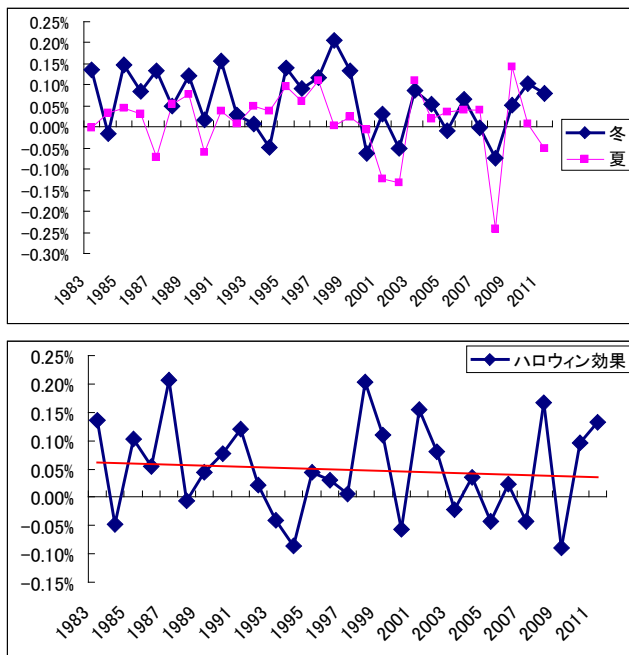
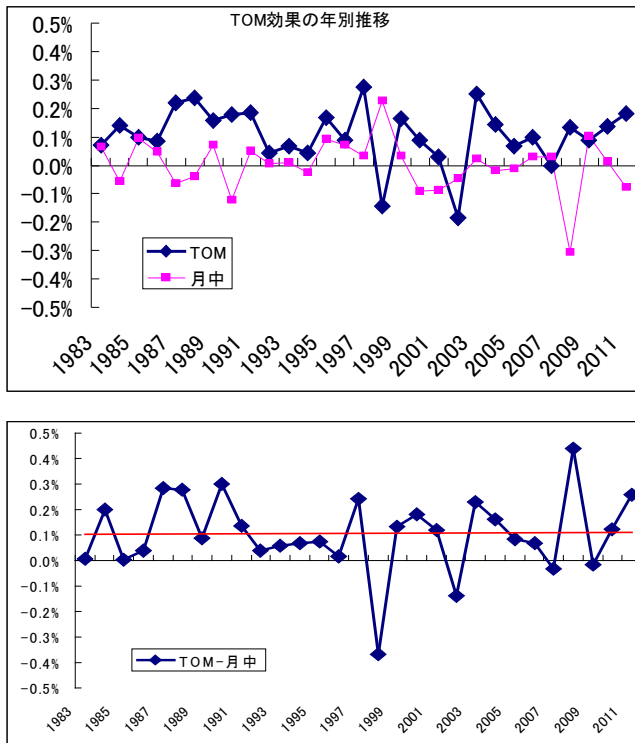


### 第3章 TOM

次に、米国株式市場におけるTOMの有効性の年別推移を確認する。図2に示したように、概ねいずれの年においても、TOMの株価騰落率はそれ以外の月中の騰落率よりも高い。年別に見ると、1983年から2011年までの29年間のデータでTOMが月中の騰落率を下回ったケースは、わずか4回のみで

ある。また、TOM 効果が近年になって弱まっている傾向もみられない。

図 2. 米国市場における TOM 効果の年別推移



#### 第4章 ハロウィン効果

最後にハロウィン効果の有効性の年別推移を確認する。図 3 に示したように、冬の期間の株価騰落率は夏の期間の株価騰落率よりも概ね高い傾向が続いている。年別に見ると、1983 年から 2011 年までの 29 年間のデータで冬の株価騰落率が夏を下回ったケースは 9 回となっている。言い換えれば、冬の株価騰落率を夏の騰落率と比較した際の、冬の勝率は 69% となる。これを直近 10 年間に限定すると、冬の勝率は 60% であり、大きな差は無くなる。

ただし、勝率だけではなく、冬の株価騰落率と夏の騰落率について水準の差を見ると、年を経るごとに徐々に小さくなる傾向が見られるようである。この傾向が数年つづいたとしても直ちにハロウィン効果が消滅するとは考えにくいものの、数 10 年のスパンで考えれば、ハロウィン効果はさらに小さくなっていく可能性がある。

図 3. 米国市場におけるハロウィン効果の年別推移

#### 第5章 まとめ

本研究では、カレンダー効果の有効性が近年、弱まっているのではないかとこの先行研究からの指摘を検証すべく、月曜効果、TOM、ハロウィン効果の 3 種類のカレンダー効果について、その有効性を 1 年ごとに集計し、時系列での分析を行った。

本研究の分析の結果、以下の 2 点が明らかとなった。第 1 は、先行研究で有効性の低下が指摘された月曜効果については、近年になって有効性が低下したというよりは、もともと有効性が高くなかったと考えられること。第 2 は、TOM やハロウィン効果については、今後短期間のうちに有効性が消滅するとは考えにくいこと。

これら 2 点の分析結果から考えると、先行研究で指摘されているようなカレンダー効果の有効性低下は、根拠が弱いと言わざるを得ない。

#### 参考文献：

Dennis Olson, Nan-Ting Chou, Charles Mossman, "An Investigation of Stock Market Anomalies: the Weekend Effect", The 15<sup>th</sup> Conference on the Theories and Practices of Securities and Financial Markets, 2007