

ハロウィン効果は消滅するのか？

－ 日本株のケース －

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。実際、米国における月曜効果は消滅しつつあるようだ。そこで本稿では、日本株市場において、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、日本株市場においても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(2007)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、日本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。

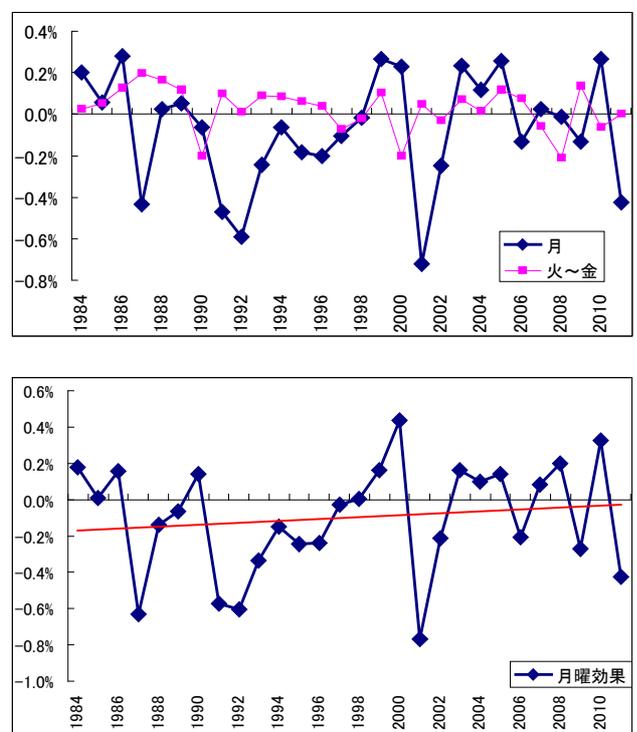
本稿ではこうした先行研究を受けて、日本株市場におけるカレンダー効果の大きさを時系列で分析する。この結果、日本株市場では月曜効果の有効性がほとんど見られなくなっているものの、TOM やハロウィン効果は依然として有効性が失われていないことが明らかとなった。

第2章 月曜効果

まず、日本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1984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、日本株式市場において、月曜効果は1990年代まではある程度の有効性を有していたことが伺われる。ところが、近年になり月曜効果の影響は小さくなっている。こうして傾向はOlson et.al(2007)と整合的と言える。

図1. 日本市場における月曜効果の年別推移



第3章 TOM

次に、日本株式市場における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、1984年から2011年までの28年間のデータでTOMが月中の騰落率を下回ったケースは7回あるものの、近年になってTOM効果はむしろ顕著になる傾向が見られる。

したがって、TOMに関しては、今後とも当面の

間はその効果が継続する可能性が高いと考えられる。

図 2. 日本市場における TOM 効果の年別推移

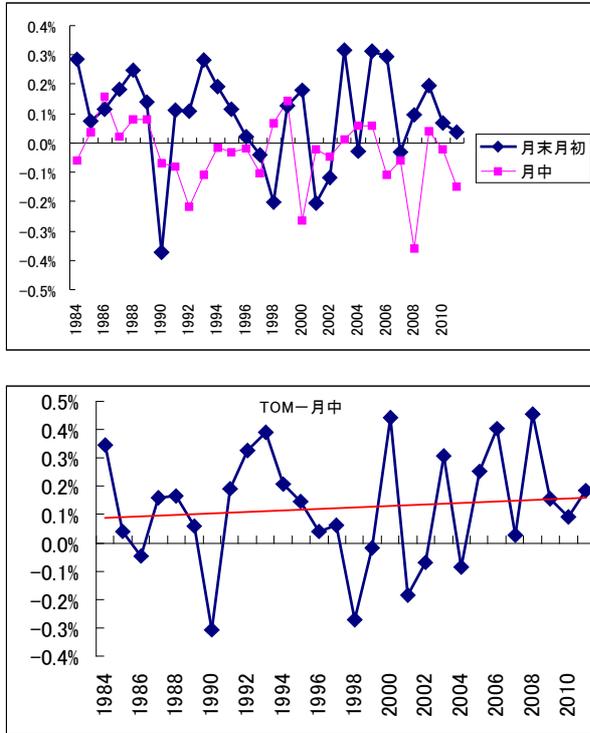
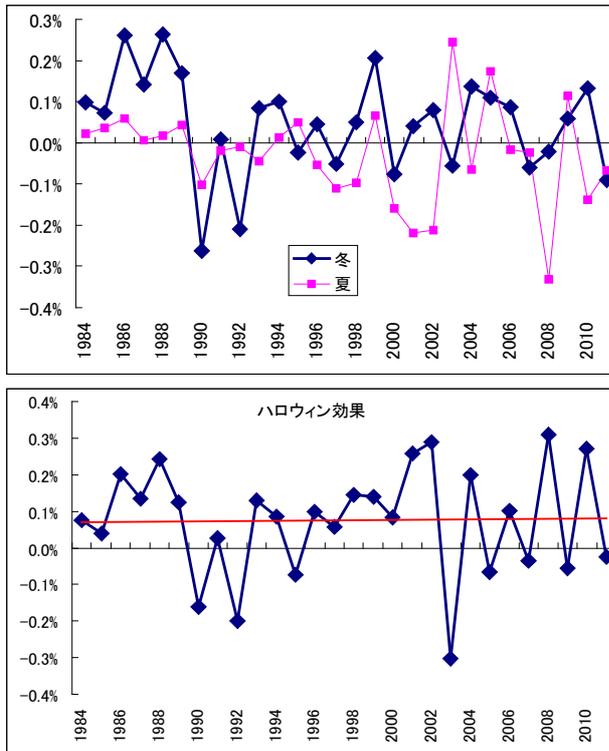


図 3. 日本市場におけるハロウィン効果の年別推移



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、1984年から2011年までの28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8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71%となる。

また、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、若干ではあるが年を経るごとに徐々に大きくなる傾向が見られる。こうした点も併せて考えると、近い将来にハロウィン効果が消滅するとは考えにくい。

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という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 15th Conference on the Theories and Practices of Securities and Financial Markets, 2007